



2021년 3월 29일 | Equity Research

셀트리온 (068270)

렉키로나주 유럽에서 조건부허가 획득

렉키로나주 유럽 EMA로부터 사용권고 의견 획득

셀트리온이 개발한 COVID19 치료제, 렉키로나주(성분명, Regdanvimab)가 유럽 EMA로부터 정식 품목허가 전 사용을 권고하는 의견을 획득하였다. 이것은 정식 허가 전 유럽의 각 국가들이 렉키로나주를 필요에 따라 사용할 수 있다는 의미로 2월 24일 Rolling Review 검토를 개시한다고 공시했던 시점으로부터 약 1달만에 이루어진 결정이다. 리제네론사와 일라이릴리사가 개발한 COVID19 항체치료제의 조건부 사용 권고 검토에 걸린 기간과 비슷하게 렉키로나주도 이와 같은 조건부허가를 획득한 것이다. 다만 정식 허가 전 일종의 조건부허가로 렉키로나주의 Rolling Review에 대한 검토는 계속 진행된다. 검토가 마무리되면, 유럽에서의 정식 시판허가를 받게 될 것이다. 이러한 절차는 기존에 유럽에서 조건부허가를 획득했던 리제네론과 일라이릴리사의 COVID19 항체치료제와 동일하다.

렉키로나주에 대한 수요는?

이로써 렉키로나주는 유럽에서 조건부허가를 받은 3번째 COVID19 항체치료제가 되었다. 미국에서 긴급사용허가를 승인을 받은 리제네론사와 일라이릴리사의 항체치료제는 미국 정부와 공급계약을 체결, 미국 정부는 현재 310만 도즈의 COVID19 항체치료제를 확보하였다. 그러나 미국정부와는 달리 유럽국가들은 아직 COVID19 항체치료제를 확보하고 있지 못한 상황이다. 더불어 생산에 오랜 시간이 걸리는 항체치료제의 특성 상 단기간 내에 충분한 수량을 공급할 수 없다. 2월 26일 미국정부는 일라이릴리사의 항체치료제 10만 도즈 구매계약을 체결하는데, 11월 25일까지 110만 도즈를 순차적으로 공급한다는 옵션이 있다. 미국 정부는 100만 도즈 이상이 필요하지만 현재 일라이릴리사가 공급할 수 있는 규모는 10만 도즈 뿐이라고 해석할 수 있다. 항체치료제를 원활하게 공급하기 위해서는 9개월치 재고가 확보되어 있어야 할 만큼 생산에 시간이 걸리는데 COVID19 항체의 경우 충분한 양을 생산하기에는 시간이 부족했기 때문이다.

렉키로나주로 올해 셀트리온의 기대 수익은?

3월 26일 뉴시스에서 주최한 제약바이오 포럼에서 셀트리온사는 렉키로나주의 생산 규모를 최대 320만 도즈라고 언급하였다. 2020년 생산해서 현재 확보하고 있는 렉키로나주는 30만 바이알 즉 10만 도즈이고, 2021년 1공장에서 130만 도즈에 해당하는 390만 바이알을 생산할 예정이라고 한다. 다만 시장 수요에 따라 탄력적으로 대응해서 2공장에서 추가 130만 도즈와 해외 CMO를 활용, 약 60만 도즈를 추가 생산할 수 있다고 밝혔다. 가격에 대해서는 각국 정부와의 계약에 따라 다르겠지만, 미국 정부가 리제네론사와 일라이릴리사와 계약한 내용을 근거로 추정은 가능하다. 1월 12일 리제네론사는 125만 도즈(6월 30일까지 공급 완료)를 도즈 당 2,100달러에 공급했고, 2월 26일 일라이릴리사도 10만 도즈를 도즈 당 2,100달러에 공급계약을 체결하였다. 그러나 리제네론과 일라이릴리사의 항체치료제는 2가지 항체의 칸테일 제품이고, 셀트리온의 렉키로나주는 단일 항체치료제다. 2020년 일라이릴리사의 COVID19 단일 항체치료제인 Bamlanivimab의 경우 도즈당 1,250달러에 공급된 점을 감안 시 렉키로나주의 가격도 이와 비슷할 것으로 추정된다. 렉키로나주가 유럽에서 조건부허가를 획득하였기에 렉키로나주의 실적을 반영, 셀트리온의 목표주가를 42.5만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 425,000원(상향) | CP(3월 26일): 314,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt) 3,041.01

52주 최고/최저(원) 396,240/178,235

시가총액(십억원) 42,398.7

시가총액비중(%) 2.00

발행주식수(천주) 137,703.4

60일 평균 거래량(천주) 1,477.2

60일 평균 거래대금(십억원) 497.1

21년 배당금(예상,원) 0

21년 배당수익률(예상,%) 0.00

외국인지분율(%) 20.91

주요주주 지분율(%)

셀트리온홀딩스 외 70 인 22.79

국민연금공단 7.91

주가상승률 1M 6M 12M

절대 5.5 23.7 76.2

상대 4.6 (7.3) (2.3)

Consensus Data

2021 2022

매출액(십억원) 2,398.1 2,769.8

영업이익(십억원) 978.2 1,151.1

순이익(십억원) 767.7 910.8

EPS(원) 5,628 6,661

BPS(원) 30,237 37,390

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,128.5	1,849.1	3,292.2	2,424.1	3,972.2
영업이익	십억원	378.1	712.1	1,652.7	1,079.9	2,355.5
세전이익	십억원	378.6	650.7	1,637.3	1,063.9	2,366.3
순이익	십억원	297.6	511.3	1,268.8	821.3	1,840.0
EPS	원	2,168	3,717	9,214	5,850	12,853
증감률	%	13.27	71.45	147.89	(36.51)	119.71
PER	배	81.99	96.58	34.08	53.68	24.43
PBR	배	8.22	14.01	9.00	7.99	6.14
EV/EBITDA	배	43.21	54.61	23.14	32.66	15.88
ROE	%	11.19	16.68	31.93	16.35	28.96
BPS	원	21,630	25,619	34,884	39,292	51,142
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 강승원

02-3771-3454

seungwonkang@hanafn.com

하나금융투자

셀트리온 목표주가 상향

목표주가 425,000원(상향), 투자의견 BUY

목표주가 425,000원(상향)

투자의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 425,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 렉키로나주가 유럽에서 조건부허가를 획득하였기에 렉키로나주의 실적을 반영하였다. 셀트리온사는 시장의 수요를 감안하여 최대 320만 도즈 생산이 가능하다고 언급하였으나, 당 리서치센터에서는 200만 도즈로 가정하였다. 도즈 당 가격은 각 정부와의 계약에 따라 달라지겠지만, 우선 유럽의 경우 일반적으로 의약품의 가격이 미국의 70% 수준인 점을 감안, 도즈 당 875달러, 한화 약 100만원으로 가정하였다. 실제 각국 정부와의 구매 계약은 셀트리온헬스케어가 담당하기 때문에 셀트리온이 셀트리온헬스케어에 공급하는 단가는 각국 정부와의 구매계약의 약 60%로 가정하였다. 이러한 가정에 따르면 올해 셀트리온의 렉키로나주 매출 규모는 약 1.2조원으로 추정되며, 따라서 올해 셀트리온의 매출액은 약 3.3조원으로 전년 대비 77% 큰 폭의 성장이 예상된다. 다만 일라이릴리사나 리제네론사도 COVID19 항체치료제의 피크 세일즈는 올해로, 2022년부터 약 4~6억 달러 매출 규모로 추정하는 만큼, 이에 대한 부분을 밸류에이션에 반영, 기존 셀트리온에 부과했던 PER 60배가 아닌 45배로 조정하였다.

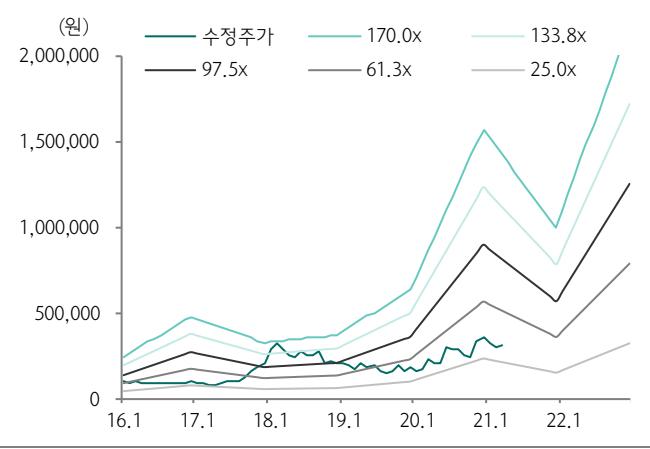
표 1. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	57,984.2	
2021년 순이익 추정치	1,289	
P/E	45	과거 테바사의 PER 참조
자사주(1,000주)	389.5	3개월 평균 주가
순부채	(238.6)	
적정자본가치	58,612.3	
주식 수(1,000주)	137,703	
적정주가	425,642	

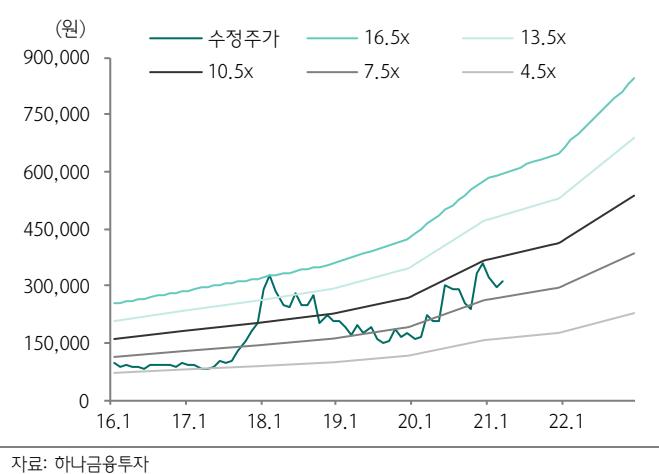
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	457.5	808.0	985.6	1,041.1	1,849.1	3,292.2	2,424.1
YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	22.7%	88.4%	79.6%	108.8%	63.9%	78.0%	-26.4%
셀트리온(별도)	345.7	404.3	487.4	452.4	417.4	763.5	929.0	969.7	1,689.8	3,079.6	1,728.2
YoY	80.5%	105.4%	96.4%	31.0%	20.7%	88.9%	90.6%	114.3%	72.1%	82.2%	-43.9%
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	92.1	96.1	107.3	76.8	337.7	372.2	353.6
램시마 SC	108.1	90.0	192.1	124.7	75.7	72.0	76.8	93.5	514.9	318.1	365.8
트룩시마	85.8	111.5	22.0	94.8	108.1	118.2	109.8	99.5	313.9	435.5	487.7
허쥬마	26.1	38.6	22.0	5.0	31.3	43.2	35.1	24.9	91.6	134.6	152.1
TEVA			43.9	59.8	12.2		50.0	65.0	103.7	127.2	152.6
유플라이마				19.9	30.0	60.0	50.0	45.0	19.9	185.0	333.0
렉키로나주				-		300.0	420.0	480.0		1,200.0	660.0
기타	54.9	78.4	81.3	93.4	68.0	74.0	80.0	85.0	307.9	307.0	368.4
셀트리온제약(별도)	44.1	46.4	65.5	77.6	57.3	55.7	70.7	89.3	233.6	272.9	327.5
YoY	16.7%	8.8%	38.1%	73.0%	30.0%	20.0%	8.0%	15.0%	35.3%	16.9%	20.0%
기타 및 연결조정	(16.9)	(21.9)	(4.1)	(31.4)	(17.2)	(11.1)	(14.1)	(17.9)	(74.2)	(60.3)	(65.5)
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	252.5	473.5	598.2	651.8	1,021.2	1,976.0	1,437.5
YoY	39.4%	69.5%	87.8%	49.2%	36.2%	97.5%	87.1%	135.8%	62.1%	93.5%	-27.3%
GPM	49.7%	55.9%	58.3%	55.4%	55.2%	58.6%	60.7%	62.6%	55.2%	60.0%	59.3%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	78.3	75.7	77.8	91.6	309.1	323.4	357.6
YoY	17.1%	-0.4%	10.9%	57.1%	20.2%	30.8%	4.4%	-17.9%	22.7%	4.6%	10.6%
일반관리비	31.2	29.5	30.5	46.5	35.8	35.4	36.0	49.3	137.6	156.5	169.0
경상연구개발비	34.0	28.4	43.9	65.1	42.5	40.3	41.8	42.3	171.4	166.8	188.5
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	174.2	397.8	520.5	560.1	712.1	1,652.7	1,079.9
YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	44.9%	118.8%	112.2%	240.0%	88.4%	132.1%	-34.7%
OPM	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	38.1%	49.2%	52.8%	53.8%	38.5%	50.2%	44.5%
셀트리온(별도)	126.2	189.5	234.3	153.3	160.6	382.1	503.1	536.6	703.3	1,582.5	1,027.5
YoY	66.4%	141.1%	138.5%	42.9%	27.3%	101.6%	114.7%	250.1%	95.4%	125.0%	-35.1%
OPM	36.5%	46.9%	48.1%	33.9%	38.5%	50.1%	54.2%	55.3%	41.6%	51.4%	59.5%
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	89.7	279.4	431.2	488.3	519.2	1,288.5	834.1
YoY	67.1%	77.0%	185.4%	4.7%	-14.8%	101.6%	145.2%	390.7%	74.3%	148.2%	-35.3%
NPM	28.2%	32.3%	32.0%	20.0%	19.8%	34.7%	43.8%	46.6%	28.1%	39.1%	34.4%

자료: 하나금융투자

표 3. 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	2021-03-05
리제네론	Casirivimab+Imdevimab 병용투여	2020-10-07	2020-11-22	2021-02-01	2021-02-26
셀트리온	Regdanivimab			2021-02-24	2021-03-26
백신					
화이자/바이오앤텍	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

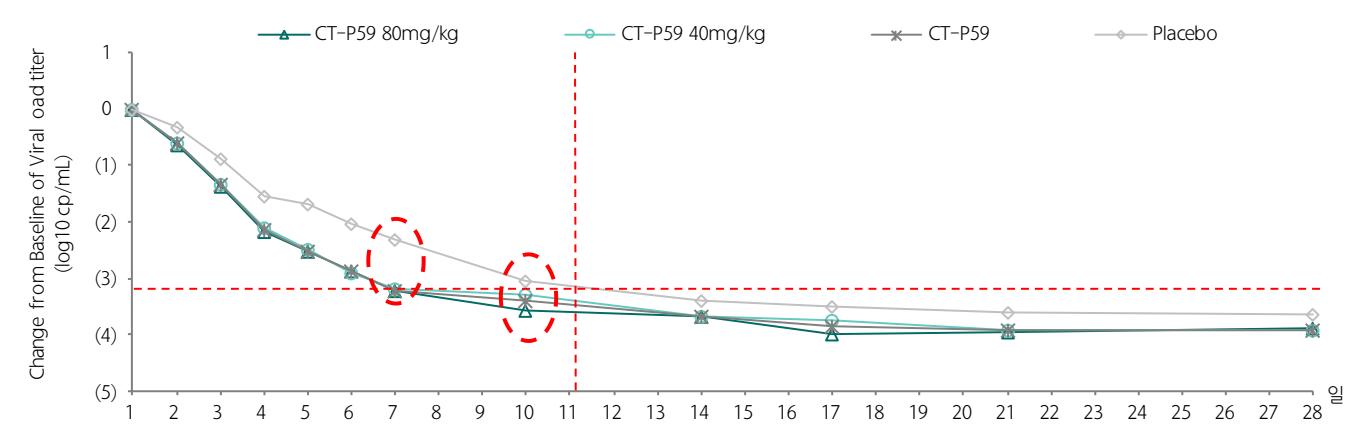
표 4. 미국 정부가 구매한 항체치료제 규모

(단위: 도즈, 백만 달러, 달리)

회사명	약물명	미 정부 수주				비고
		날짜	규모	가격	도즈당 가격	
일라이 릴리	Bamlanivimab	2020-10-27	300,000	375	1,250	
		2020-12-02	650,000	813	1,250	- 2020년 12월~2021년 1월 인도 - 2020년 10월 27일 맺은 계약에 대한 옵션 계약에 따른 수주
		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	1,501	
		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 5. 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 6. 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

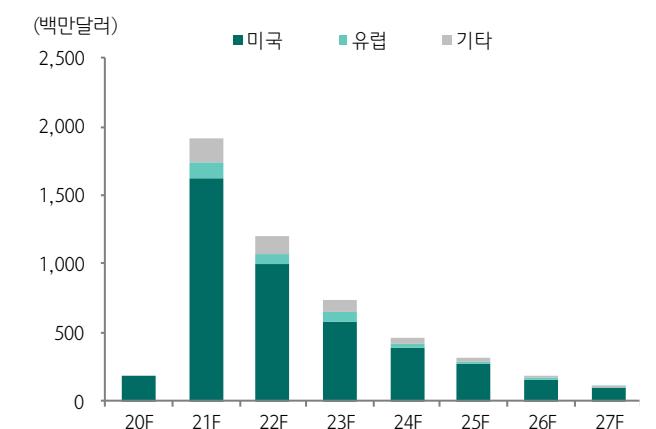
표 7. COVID19 항체치료제 비교

	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 7일 째 바이러스 양(viral load) 변화 투여일부터 29일까지 COVID19 관련 1회 이상 병원 방문한 환자 비율	투여 11일 째 바이러스 양(viral load) 변화 투여 3일과 7일 째 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	7일 째 바이러스 양(열정 항체 음성 환자군) : 고용량에서 4배, 저용량에서 3.3배 감소 29일째 병원 방문 유무(열정 항체 음성 환자군) : 위약 15%, 투여군 6%	11일 째 바이러스 양 : 2800mg 투여군 3.4배 감소 700mg 투여군 1.6배 감소 7000mg 투여군 1.2배 증가 3일 째 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 중 등증 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 열정 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 증증 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

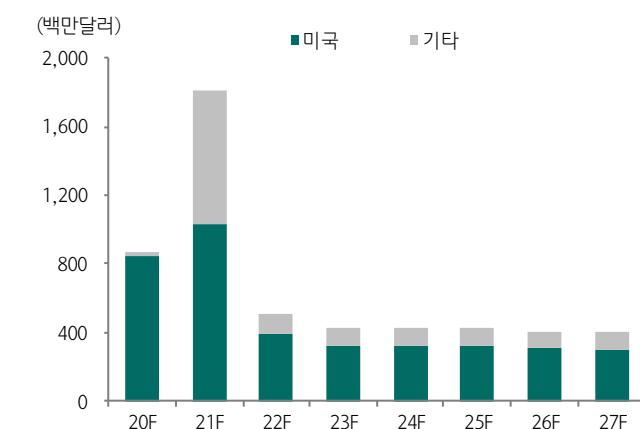
자료: 하나금융투자

그림 4. 리제네론 COVID19 항체치료제 예상 매출액



자료: Globaldata, 하나금융투자

그림 5. 일라이릴리 COVID19 항체치료제 예상 매출액



주: Bamlanivimab 단독투여 기준

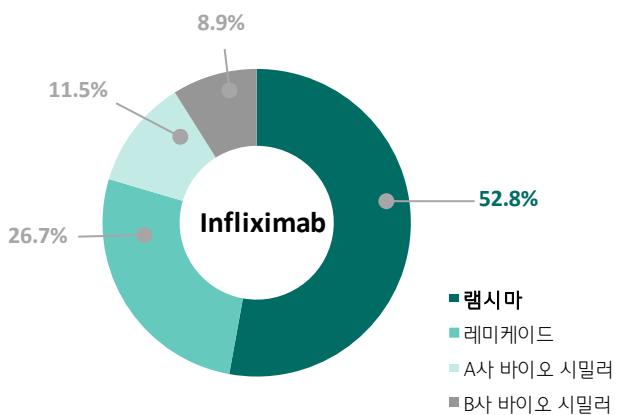
자료: Globaldata, 하나금융투자

그림 6. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



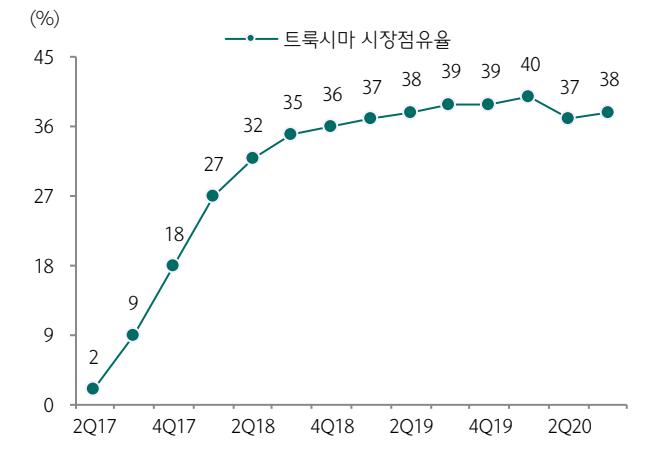
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



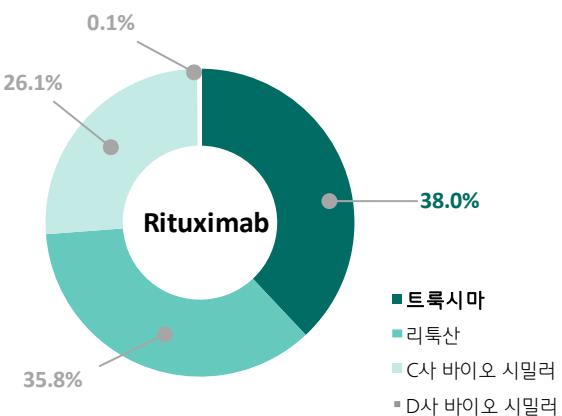
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽시장에서 트룩시마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 유럽 Rituximab 시장에서 트룩시마 점유율



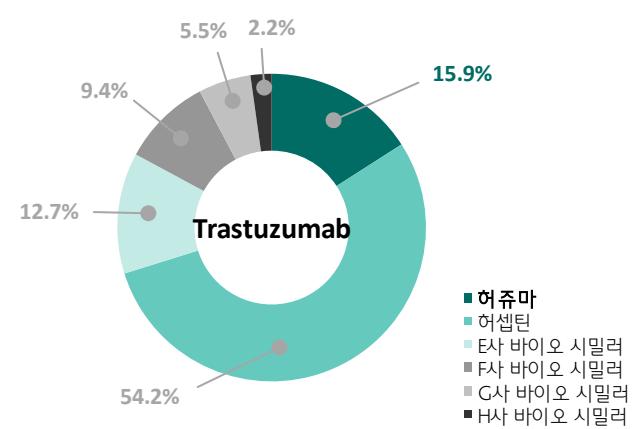
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 10. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



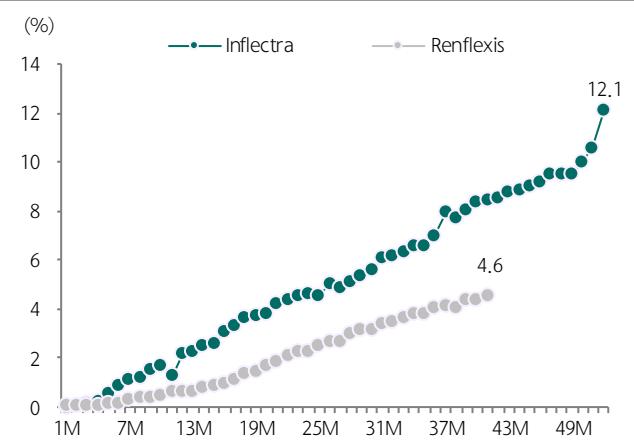
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 11. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



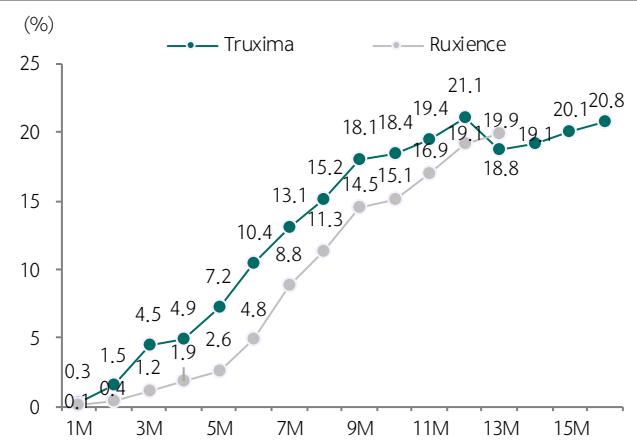
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 12. 미국시장에서 레미케이드 바이오시밀러 시장 점유율 추이



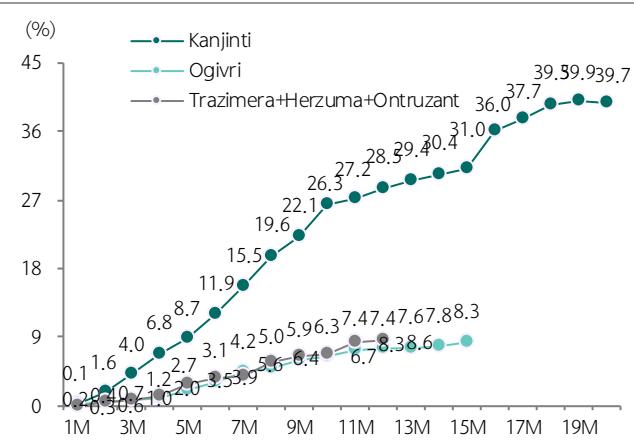
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 13. 미국시장에서 리툭산 바이오시밀러 시장 점유율 추이



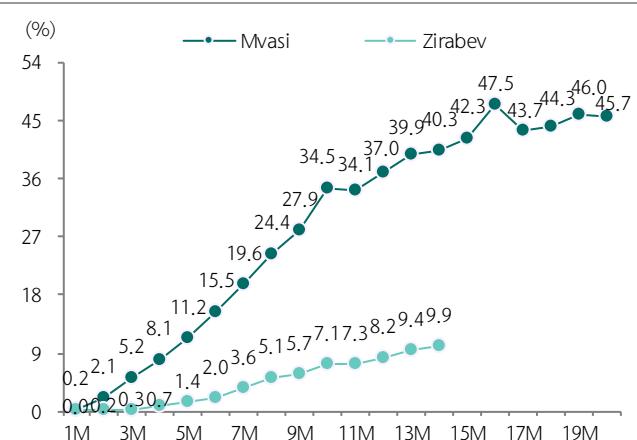
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 14. 미국시장에서 허셉틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 15. 미국시장에서 아바스틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



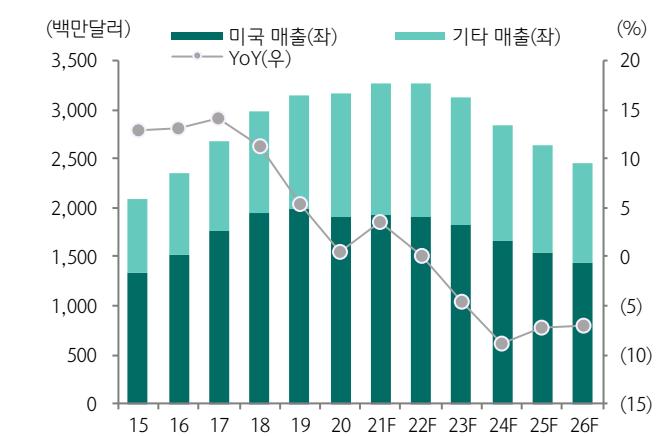
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

표 8. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적용증	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~)

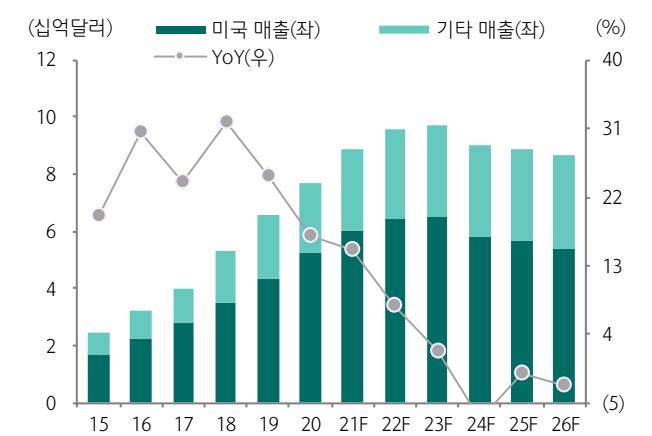
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 16. 졸레어 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 17. 스텔라라 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 9. 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 10. 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

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)					대차대조표		(단위:십억원)				
		2019	2020	2021F	2022F	2023F			2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액		1,128.5	1,849.1	3,292.2	2,424.1	3,972.2	유동자산		1,787.3	2,517.7	4,227.6	4,681.1	7,251.9
매출원가		498.4	827.9	1,316.2	986.6	1,616.7	금융자산		627.8	698.3	988.2	2,295.9	3,343.5
매출총이익		630.1	1,021.2	1,976.0	1,437.5	2,355.5	현금성자산		546.1	684.3	963.2	2,277.5	3,313.4
판관비		252.0	309.1	323.4	357.6	0.0	매출채권		814.4	1,252.4	2,229.8	1,641.8	2,690.3
영업이익		378.1	712.1	1,652.7	1,079.9	2,355.5	재고자산		308.9	385.6	686.5	505.5	828.3
금융손익		3.4	(28.1)	(4.7)	(3.7)	30.5	기타유동자산		36.2	181.4	323.1	237.9	389.8
종속/관계기업손익		(0.5)	2.6	0.0	0.0	0.0	비유동자산		2,106.4	2,529.9	2,552.8	2,575.2	2,455.9
기타영업외손익		(2.4)	(35.9)	(10.7)	(12.4)	(19.7)	투자자산		65.5	79.4	117.4	94.5	135.3
세전이익		378.6	650.7	1,637.3	1,063.9	2,366.3	금융자산		17.6	31.3	31.9	31.6	32.2
법인세		80.6	131.4	348.7	229.8	497.7	유형자산		923.6	946.3	951.0	996.3	946.3
계속사업이익		298.0	519.2	1,288.5	834.1	1,868.6	무형자산		1,040.0	1,430.5	1,410.6	1,410.7	1,300.5
종단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		77.3	73.7	73.8	73.7	73.8
당기순이익		298.0	519.2	1,288.5	834.1	1,868.6	자산총계		3,893.7	5,047.7	6,780.4	7,256.4	9,707.9
비지배주주지분 순이익		0.4	7.9	19.7	12.8	28.6	유동부채		657.2	1,056.8	1,251.4	1,069.5	1,373.8
지배주주순이익		297.6	511.3	1,268.8	821.3	1,840.0	금융부채		356.3	595.8	564.6	552.1	554.5
지배주주지분포괄이익		290.6	514.8	1,269.5	821.8	1,841.0	매입채무		42.7	34.0	60.5	44.5	73.0
NOPAT		297.6	568.2	1,300.6	846.7	1,860.0	기타유동부채		258.2	427.0	626.3	472.9	746.3
EBITDA		537.3	891.5	1,827.8	1,254.6	2,515.6	비유동부채		329.5	535.8	777.5	601.3	879.9
성장성(%)							금융부채		143.1	203.0	185.0	165.0	165.0
매출액증가율		14.91	63.85	78.04	(26.37)	63.86	기타비유동부채		186.4	332.8	592.5	436.3	714.9
NOPAT증가율		10.10	90.93	128.90	(34.90)	119.68	부채총계		986.7	1,592.5	2,028.9	1,670.8	2,253.7
EBITDA증가율		15.42	65.92	105.03	(31.36)	100.51	지배주주지분		2,794.2	3,335.3	4,611.9	5,433.2	7,273.1
영업이익증가율		11.63	88.34	132.09	(34.66)	118.12	자본금		128.3	135.0	137.7	140.4	143.2
(지배주주)순이익증가율		13.67	71.81	148.15	(35.27)	124.04	자본잉여금		802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
EPS증가율		13.27	71.45	147.89	(36.51)	119.71	자본조정		(136.3)	(136.6)	(136.6)	(136.6)	(136.6)
수익성(%)							기타포괄이익누계액		3.0	6.3	14.1	14.1	14.1
매출총이익률		55.84	55.23	60.02	59.30	59.30	이익잉여금		1,996.9	2,502.0	3,768.1	4,586.7	6,423.9
EBITDA이익률		47.61	48.21	55.52	51.76	63.33	비지배주주지분		112.8	119.9	139.6	152.4	181.0
영업이익률		33.50	38.51	50.20	44.55	59.30	자본총계		2,907.0	3,455.2	4,751.5	5,585.6	7,454.1
계속사업이익률		26.41	28.08	39.14	34.41	47.04	순금융부채		(128.5)	100.4	(238.6)	(1,578.9)	(2,624.1)

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	9,214	5,850	12,853
BPS	21,630	25,619	34,884	39,292	51,142
CFPS	4,101	6,699	13,297	8,973	17,570
EBITDAPS	3,915	6,480	13,274	8,936	17,572
SPS	8,223	13,442	23,908	17,265	27,747
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	81.99	96.58	34.08	53.68	24.43
PBR	8.22	14.01	9.00	7.99	6.14
PCFR	43.34	53.59	23.61	34.99	17.87
EV/EBITDA	43.21	54.61	23.14	32.66	15.88
PSR	21.62	26.71	13.13	18.19	11.32
재무비율(%)					
ROE	11.19	16.68	31.93	16.35	28.96
ROA	8.00	11.44	21.45	11.70	21.69
ROIC	14.56	23.61	47.27	30.19	66.62
부채비율	33.94	46.09	42.70	29.91	30.23
순부채비율	(4.42)	2.91	(5.02)	(28.27)	(35.20)
이자보상배율(배)	34.92	94.91	92.41	63.75	141.97

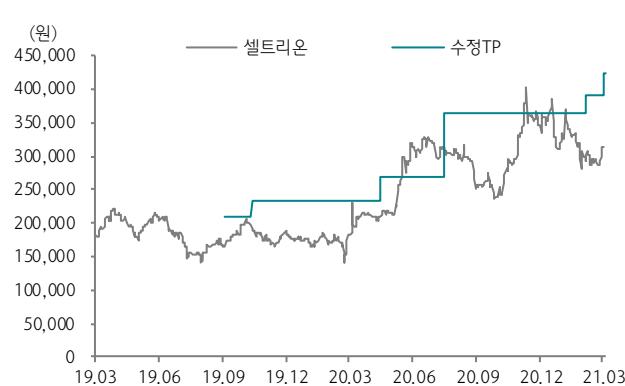
자료: 하나금융투자

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름					
	474.0	350.7	1,554.5	986.6	2,095.0
당기순이익	298.0	519.2	1,288.5	834.1	1,868.6
조정	20	34	19	20	15
감가상각비	159.2	179.4	175.2	174.7	160.1
외환거래손익	2.8	14.2	17.0	21.5	20.0
지분법손익	(4.5)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(137.5)	(157.0)	(173.2)	(176.2)	(165.1)
영업활동자산부채변동	(22.7)	(506.3)	72.2	(43.4)	77.4
투자활동 현금흐름					
	(251.4)	(472.0)	(212.7)	(196.8)	(24.9)
투자자산감소(증가)	(18.0)	(11.3)	(38.0)	22.9	(40.8)
자본증가(감소)	(91.7)	(86.1)	(60.0)	(100.0)	0.0
기타	(141.7)	(374.6)	(114.7)	(119.7)	15.9
재무활동 현금흐름					
	(85.9)	266.0	(67.1)	(49.6)	(14.2)
금융부채증가(감소)	(17.3)	299.4	(49.2)	(32.6)	2.4
자본증가(감소)	26.0	26.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(94.6)	(60.1)	(17.9)	(17.0)	(16.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감					
	135.6	144.8	272.4	1,314.3	1,035.8
Unlevered CFO	562.8	921.5	1,831.1	1,259.8	2,515.3
Free Cash Flow	379.7	263.7	1,494.5	886.6	2,095.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
21.3.29	BUY	425,000		
21.3.3	BUY	390,000	-24.13%	-19.49%
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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	93.49%	6.51%	0.00%	100.00%

* 기준일: 2021년 3월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 3월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 3월 29일 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 것임이나, 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.