



2017년 9월 19일 | Equity Research

시황저격 × 제약/바이오

셀트리온: Top-down, 수급, Bottom-up의 삼중주

Top-down, 인덱스/파생, Bottom-up 분석을 통해 확인된 세가지 꽃 놀이패

우리는 주식시황/파생 애널리스트와 바이오/제약 애널리스트간의 다소 파격적인 협업을 통해 해당 투자대안을 다각도로 살펴봤다. Top-down에 기반한 시장 및 포트폴리오 전략 관점에 인덱스/파생 수급 분석문과 Bottom-up 섹터/기업 리서치를 더해 다양한 선택지를 고심했던 의미다.

고민 끝에 찾아낸 우리의 최종 선택지는 셀트리온이다.

Top-down 전략 관점에서 접근해보면 1) 국내외 바이오/헬스케어 섹터 어닝파워 회복, 2) 완화적 통화정책 환경의 연장 등은 셀트리온을 위시한 국내 바이오/제약주 프리미엄 밸류에이션 회복을 자극하는 명징한 긍정 요인으로 작용할 공산이 크다. 중장기 포트폴리오 성과제고의 요체로서 바이오/제약주 환골탈태 가능성을 주시할 필요가 있는 것이다.

인덱스/파생 수급 분석론 측면에선 세가지 꽃 놀이패가 확인된다. 1) 셀트리온의 KOSPI 이전상장 가능성은 이제 가부(可否)가 아닌 시기의 문제로 바라봄이 옳다. 이전상장에 대한 사전적 기대는 9월 이후부터 수급의 하방 지지 요인으로 본격 발현될 것이다. 2) 10월 공매도 공사제도 개편안 시행은 KOSDAQ 공매도 거래환경의 지각변동과 함께 셀트리온의 숏커버링 수급선화를 자극할 전망이다. 3) 셀트리온의 12월(12/15일) KOSPI200 신규상장 특례편입 가능성은 이제 기정사실화 수준에 접어들었다. 3,400억 원 상당의 BM 추종 신규 패시브 수급과 함께 11월부터 구제화될 이벤트 플레이 가능성을 염두에 둘 필요가 있겠다.

Bottom-up 섹터/기업 리서치 측면에선, 셀트리온의 매출액은 2019년 미국시장이 본격화되면서 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 2019년 셀트리온의 매출액은 약 1,7조원으로 추정하고 있으며, 이와 같은 매출 증가는 미국시장에서 램시마 매출 점유율이 20%로 본 궤도에 진입하면서 이루어질 것으로 기대한다. 그 외에 트루스마와 하쥬마의 유럽과 미국시장에서의 승인일정을 고려할 때, 제품의 포트폴리오 다변화는 매출증가로 이어질 수 있다. 더불어 램시마의 피하주사 제형이 2018년 상반기 유럽 EMA에 신청서가 제출될 것으로 예상됨에 따라 2019년부터 출시를 통한 시장확대가 기대된다. 연이은 제품 출시와 제품 포트폴리오 확장을 통해 2022년까지 셀트리온의 고성장세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 2018년 예상 순이익이 4,480억원으로 크게 증가함에 따라 셀트리온에 대해 목표주가를 기존 145,000원에서 180,000원으로 '상향' 조정하며, 투자의견 '매수' 유지한다.

Collaboration Report

BUY

| TP(12M): 180,000원(상향) | CP(9월18일): 138,400원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	675.87
52주 최고/최저(원)	138,400/88,100
시가총액(십억원)	16,972.7
시가총액비중(%)	7.32
발행주식수(천주)	122,635.2
60일 평균 거래량(천주)	796.5
60일 평균 거래대금(십억원)	91.7
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	25.82
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 45 인	22.64
Ion Investments B.V.	14.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	26.4 50.3 34.2
상대	20.4 36.4 31.1

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	939.5	1,265.7
영업이익(십억원)	461.7	657.3
순이익(십억원)	358.5	504.0
EPS(원)	2,904	4,142
BPS(원)	19,404	23,140

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	603.4	670.6	915.2	1,094.3	1,699.6
영업이익	십억원	259.0	249.7	483.2	600.0	968.8
세전이익	십억원	163.1	229.3	476.8	597.4	974.3
순이익	십억원	154.1	178.0	357.5	447.8	730.4
EPS	원	1,286	1,456	2,917	3,479	5,403
증감률	%	34.0	13.2	100.3	19.3	55.3
PER	배	62.62	73.79	47.45	39.78	25.61
PBR	배	5.51	6.40	7.03	6.54	5.47
EV/EBITDA	배	30.08	38.63	29.31	23.64	14.73
ROE	%	10.48	9.50	16.01	17.00	22.65
BPS	원	14,623	16,794	19,685	21,168	25,306
DPS	원	0	0	0	0	0



주식시황/파생 김용구
02-3771-7526
sniper@hanafn.com



제약/바이오
Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

CONTENTS

셀트리온: Top-down, 수급, Bottom-up의 삼중주	2
Top-down, 인덱스/파생, Bottom-up 분석을 통해 확인된 세가지 꽃 놀이패	2
[Top-down] 제약/바이오 프리미엄 밸류 회복은 이제부터 시작	3
1) '기대감소'의 시대'와 성장주 품귀현상의 시작	3
2) 중장기 바이오/제약 주가 및 밸류에이션 프리미엄 회복을 기대하는 두 가지 이유	5
[인덱스/파생] 셀트리온 수급환경 변화 삼중수혜 가능성 점검	9
1) KOSDAQ → KOSPI 이전상장의 주가 및 수급 영향	9
2) 공매도 과열종목 지정제도 개편에 따른 숏커버링 수급선회 가능성	13
3) 12월 KOSPI200 BM 신규편입 가능성 및 주가/수급 영향 점검	17
[Bottom-up] 2022년까지 지속될 고성장	24
1) 목표주가 180,000원	24
2) 제품 포트폴리오 다변화	25
3) 램시마	26
4) 트룩시마	32
5) 허쥬마	34
6) 제품 포트폴리오 확대는 매출증가로	35

셀트리온: Top-down, 수급, Bottom-up의 삼중주

Top-down, 인덱스/파생, Bottom-up 분석을 통해 확인된 세가지 꽃 놀이패

서늘해진 가을 밤만큼이나 수익률 관리에 비상이 걸린 시장 투자자의 고민 역시 깊어지는 요즈음이다. 국내외 정치/정책 불확실성과 이벤트 리스크 파고 한 가운데서, 시장의 일회일비 교착상태를 끊어낼 수 있는 전략대안 확보가 그 어느 때보다 소중한 시점이라 할 수 있겠다.

이에, 우리는 주식시황/파생 애널리스트(김용구)와 바이오/제약 애널리스트(선민정)간의 다소 파격적인 협업을 통해 해당 투자대안을 다각도로 살펴봤다. Top-down에 기반한 시장 및 포트폴리오 전략 관점에 인덱스/파생 수급 분석론과 Bottom-up 섹터/기업 리서치를 더해 다양한 선택지를 고심했던 의미다.

고민 끝에 찾아낸 우리의 최종 선택지는 셀트리온이다.

Top-down 전략 관점에서 접근해보자면, 1) 국내외 바이오/헬스케어 섹터 어닝파워 회복, 2) 완화적 통화정책 환경의 연장 등은 셀트리온을 위시한 국내 바이오/제약주 프리미엄 밸류에이션 회복을 자극하는 명징한 긍정요인으로 작용할 공산이 크다. 중장기 포트폴리오 성과제고의 요체로서 바이오/제약주 환골탈태 가능성을 주시할 필요가 있는 것이다.

인덱스/파생 수급 분석론 측면에선 세가지 꽃 놀이패가 확인된다. 1) 셀트리온의 KOSPI 이전상장 가능성은 이제 가부(可否)가 아닌 시기의 문제로 바라봄이 옳다. 이전상장에 대한 사전적 기대는 9월 이후부터 수급의 하방지지 요인으로 본격 발현될 것이다. 2) 10월 공매도 공시제도 개편안 시행은 KOSDAQ 공매도 거래환경의 지각변동과 함께 셀트리온의 숏커버링 수급선회를 자극할 전망이다. 3) 셀트리온의 12월(12/15일) KOSPI200 신규상장 특례편입 가능성은 이제 기정사실화 수순에 접어들었다. 3,400억 원 상당의 BM 추종 신규 패시브 수급과 함께 11월부터 구체화될 이벤트 플레이 가능성을 염두에 둘 필요가 있겠다.

Bottom-up 섹터/기업 리서치 측면에선, 셀트리온의 매출액은 2019년 미국시장이 본격화되면서 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 2019년 셀트리온의 매출액은 약 1.7조원으로 추정하고 있으며, 이와 같은 매출 증가는 미국시장에서 램시마 매출 점유율이 20%로 본 궤도에 진입하면서 이루어질 것으로 기대한다. 그 외에 트룩시마와 허쥬마의 유럽과 미국시장에서의 승인일정을 고려할 때, 제품의 포트폴리오 다변화는 매출증가로 이어질 수 있다. 더불어 램시마의 피하주사 제형이 2018년 상반기 유럽 EMA에 신청서가 제출될 것으로 예상됨에 따라 2019년부터 출시를 통한 시장확대가 기대된다. 연이은 제품 출시와 제품 포트폴리오 확장을 통해 2022년까지 셀트리온의 고성장세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 2018년 예상 순이익이 4,480억원으로 크게 증가함에 따라 셀트리온에 대해 목표주가를 기존 145,000원에서 180,000원으로 '상향' 조정하며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

[Top-down] 제약/바이오 프리미엄 밸류 회복은 이제부터 시작

1) '기대감소의 시대'와 성장주 품귀현상의 시작

2008년 노벨 경제학상 수상자인 폴 크루그먼은 1990년대 후반 미국경제 부진을 진단함에 있어 생산성 둔화, 소득 불균형, 실업 등의 세가지 매크로 변인 영향도 지대했으나, 본질적으로 경기 침체의 근저엔 자리잡은 경제주체의 극단적 무기력증이 더 큰 문제였다는 점을 지적한 바가 있다. '기대감소의 시대(The Age of Diminished Expectations)'의 개막이었던 셈이다. 양대 위기 이후 글로벌 경기환경의 순환적 회복세가 가시화되고 있다곤 하지만, 계속된 경제적/사회적 고난을 생각해본다면 '기대감소의 시대'는 2017년 현재까지도 여전히 현재진행형으로 판단함이 옳다.

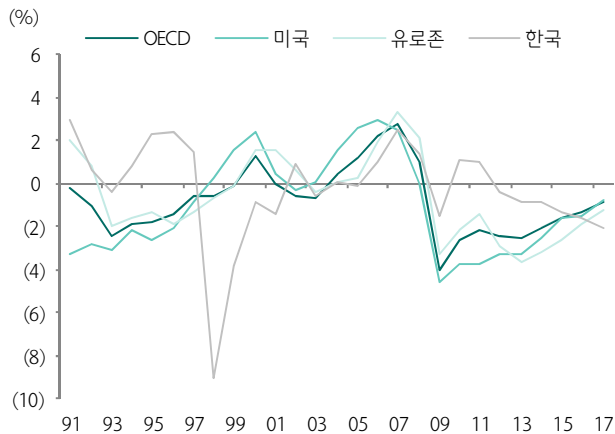
'기대감소의 시대'에 직면한 경제주체들의 반응은 대개의 경우 현실 순응내지는 자조 섞인 한탄으로 일관된 모습을 보여왔다. '잃어버린 20년' 당시의 일본이나 금융위기 직전의 미국경제, 그리고 '삼포세대'로 전락해버린 한국의 청년들이 작금의 경제적 현실을 대변한다 할 수 있다.

시장 대응 역시 마찬가지였다. 구조적/추세적 저성장이 상수로 해석되는 시장환경에선 '저성장 = 밸류에이션 트랩'이라는 등식이 절대명제로 군림했다. 과거 MSCI Korea 12개월 예상 P/B 기준으로 1.8배 내외까지 부여됐던 시장 투자자들의 후한 인심은 이미 그 자취를 감춘 지 오래고, 이를 대신해 1.0배를 밑도는 박한 인심만이 시장을 가득 채우고 있을 뿐이다.

'기대감소의 시대'를 살아가는 투자자들 나름의 생존전략은 두 가지 형태로 진화했다. 첫째, 만일 업종/종목 주가 및 밸류에이션이 역사적 고점이나 글로벌 Peer군에 다가가더라도 한다면, 이는 강력한 매도의 근거로 활용됐다. 정책과 개별 모멘텀 변화에 따라 그 향배를 달리하는 씨클릭릴 가치주의 주기적 주가 순환현상이 바로 이에 대한 방증이라 할 수 있겠다. 상기 국면에서 'Buy on dips'와 'Sell in rally' 투자전략은 경기민감 가치주를 투자함에 있어, 시장 투자가가 반드시 따라야만 하는 절대적인 가치체계로 군림하기 시작했다.

둘째, 중장기 성장성 약화는 표면적으로 성장주의 설 자리를 구축하지만, 이는 본질적으로 시장 내 고성장주의 품귀현상으로 파급된다. '기대감소의 시대'가 가속화될수록 성장주의 가치가 보다 더 귀해진단 의미다. 주식시장이란 본디 성장을 향한 노스텔지어의 결집체인 까닭이다. 결국, 장래 성장성과 기술 트렌드 변화에 대한 중장기적 신뢰가 유효한 이상, 당면한 마찰적 환경이 구조적 신뢰훼손과 시스템 리스크로 비화될 개연성은 낮다. 우리가 2016년 말까지 지속됐던 갖은 악재에도 불구하고, 중장기 성장자산 중 하나로서 바이오/제약주를 포기하지 않았던 것은 바로 이러한 이유에서 비롯된다 할 수 있겠다([시황저격] 바이오/제약주, 중장기 바닥 확인, 2016. 12. 13, 김용구).

그림 1. OECD 및 주요국 산출갭: 구조적 경기침체 압력 지속



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

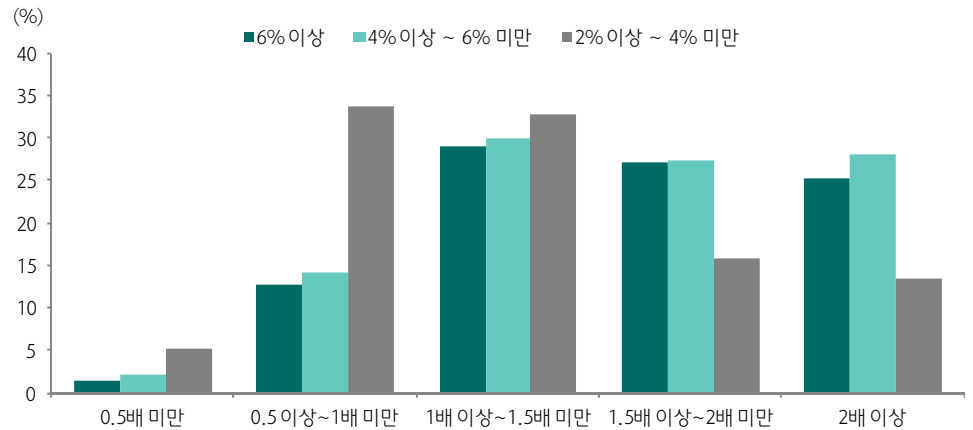
그림 2. 기대감소의 시대: 저성장 트랩 = 저밸류 트랩



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 한국 실질 GDP 성장률 구간별 주요 업종 12개월 선행 P/B 분포 추이

분기별 실질 GDP 성장률과 해당 기간 주요 업종 12개월 선행 P/B 분포 추이를 살펴보면, 매크로 성장성 약화는 시장 내 고밸류 성장주의 품귀(감소)로, 성장성 강화는 고밸류 성장주의 증가로 파급



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 4. KOSPI 의약품 지수 주봉: 연초 기술적 추세바닥(피보나치 61.8%선) 하방지지 이후 중심 추세대(38.2%선) 상승돌파 가능성 타진



자료: 하나금융투자

2) 중장기 바이오/제약 주가 및 밸류에이션 프리미엄 회복을 기대하는 두 가지 이유

‘기대감소의 시대’ 돌파를 가능케 하는 유의미한 증시 활로이자, 중장기 포트폴리오 성과제고의 요체로서 바이오/제약 업종의 추가행보를 주목할 필요가 있겠다. 중장기 바이오테크 업종의 주가 및 밸류에이션 프리미엄 회복을 기대하는 까닭은 아래 두 가지 근거에서 비롯된다 할 수 있다.

첫째, 국내외 바이오/제약 산업의 어닝 파워 회복 가능성이다. 2015년 이래 구체화됐던 미국을 위시한 글로벌 바이오/제약주 주가부진 현상은, 표면적으로는 그간 성장 원천으로 기능했던 오바마케어의 지속 가능성에 대한 임기말 시점에서의 의구심에서 비롯됐으나, 이면엔 제약산업 내 만연했던 디플레이션 압력과 약가규제와 관련한 정책 불확실성 영향이 컸다.

그러나, 1) 글로벌 바이오/제약 산업에 질게 드리워졌던 디플레 압력은 최근 일련의 소비경기 회복과 물가 개선으로 인해, 추세적 완화 가능성이 크게 부각되는 모습이고, 2) 규제일변도로 전개됐던 글로벌 보건 정책환경이 친기업 성향의 트럼프 행정부 출범으로 말미암아, 보다 시장 친화적인 형태로 궤도수정 작업이 뒤따르고 있으며, 3) 이는 산업 인플레 방향선회 가능성과 함께 국내외 바이오테크 대표주의 실적 개선의 단초로 작용하고 있는 상황이다.

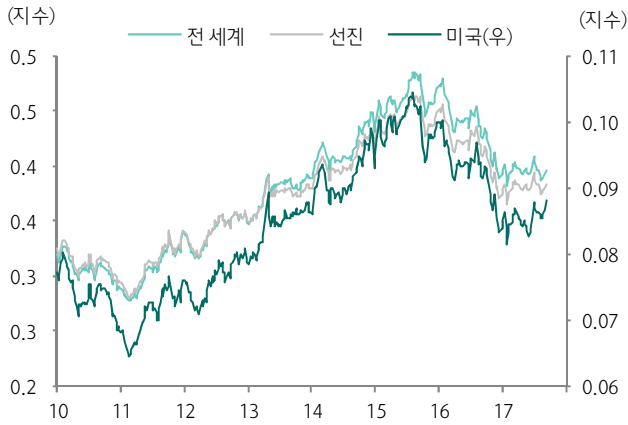
인구 고령화 시대의 첨병이자, 시장 내 구조적 성장주로의 위상을 다시 찾아가고 있던 의미인데, 상기 긍정요인들은 바이오/제약주 프리미엄 밸류에이션 회복과 함께 중장기 주가 방향선회를 이끄는 핵심 모멘텀으로 기능할 가능성이 높다.

둘째, 주요국 통화정책 환경의 근간은 연이은 긴축 시도에도 불구하고, 여전히 완화적 정책 스탠스를 타겟팅하고 있다. 최근 시장 초점은 19~20일로 예정된 9월 FOMC간 4.5조 달러에 달하는 연준 보유자산 축소 로드맵 발표에 집중돼있는 상황이나(연준은 6월 FOMC에서 ‘Policy Normalization Principles and Plan’이라는 별도자료를 통해, 매 분기마다 국채 60억 달러, MBS 40억 달러 규모씩을 증액하는 보유자산 원리금재투자 중단계획을 천명), 이는 본질적으로 매크로 환경의 순환적 회복과 민간 금융여건의 정상화를 전제한 정책변화라는 사실을 가려서 볼 필요가 있다. 연준 보유자산 재투자 축소는 그 규모만큼 민간으로 하여금 유동성 공급원으로서의 물량부담 이전을 의미하나, 민간 크레딧 환경이 충분히 개선된 현 상황에선 상기 정책변화의 충격이 단순 노이즈 이상을 넘어서긴 어렵다.

더불어, 최근 미국 중립금리가 마이너스권으로 추가 하락함에 따라, 연준 실질 기준금리와의 Gap이 상당부분 소멸됐다는 사실을 주목할 필요가 있다. 이는, 추가 금리인상 여지와 속도가 향후 상당수준 제한되는 가운데, 연준 통화정책 방점이 신중하고도 완만한 정책기조에 더 더욱 집중될 수 밖에 없음을 암시하는 대목으로 평가 가능하다. CME FedWatch 추정 12월 금리인상 확률 역시, 최근 정책 스탠스 변화 가능성을 반영하며 55.8% 수준까지 하락했다.

실제 글로벌 리플레이션 트레이딩 환경의 근간이었던 미국 기대인플레이션과 장단기 금리 스프레드는 트럼프 정책 불확실성과 Fed 긴축노선의 후퇴를 반영해 그 반락세가 확인하고, 이는 그간 경기민감 가치주 강세에 상대적으로 소외됐던 성장주 진영의 주가 방향선회 가능성에 힘을 실어주고 있는 모습이다. 시장 내 확고부동한 구조적 성장주로 자리매김 중인 바이오/제약 섹터나, 바이오시밀러 복제 신약의 글로벌 강자로 웅비 중인 셀트리온 모두에게, 아쉬울 것 없는 긍정적 환경변화가 가시화되고 있는 셈이다.

그림 5. 글로벌 바이오제약주 시장대비 상대주가:
2017년 이래 주가 프리미엄 회복과정 전개



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 6. 글로벌 바이오제약주 시장대비 상대P/B:
2017년 이래 밸류에이션 프리미엄 회복과정 전개



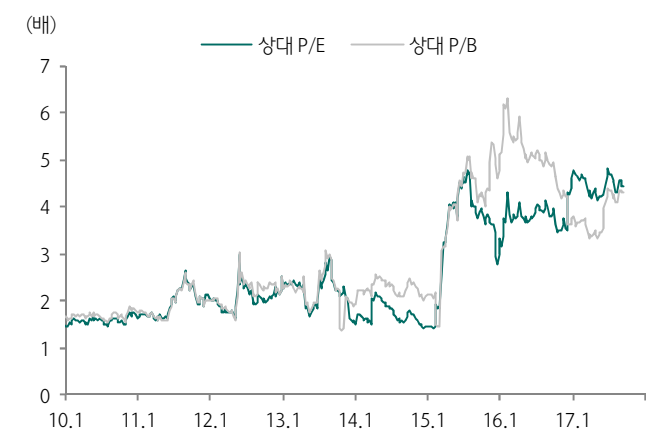
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 7. 한국 바이오/제약주 시장대비 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

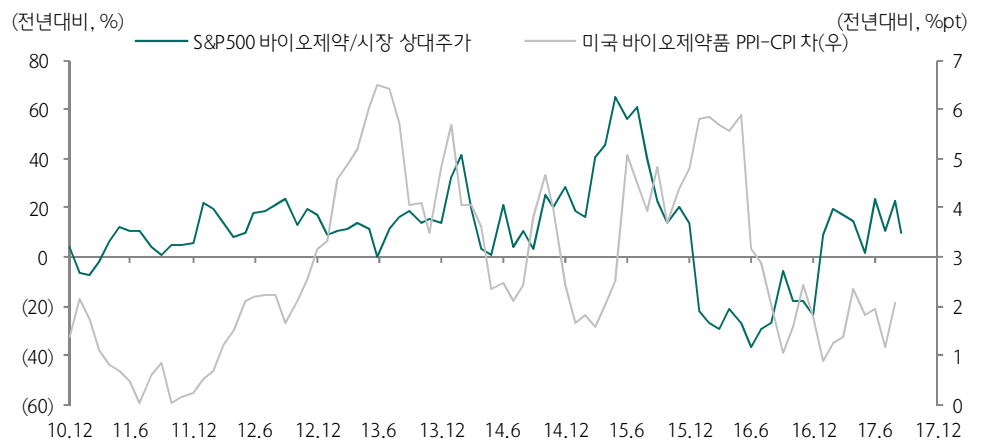
그림 8. 한국 바이오/제약주 시장대비 상대밸류



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 9. 美 바이오/제약주 시장대비 상대주가와 바이오/제약업 인플레이션 압력

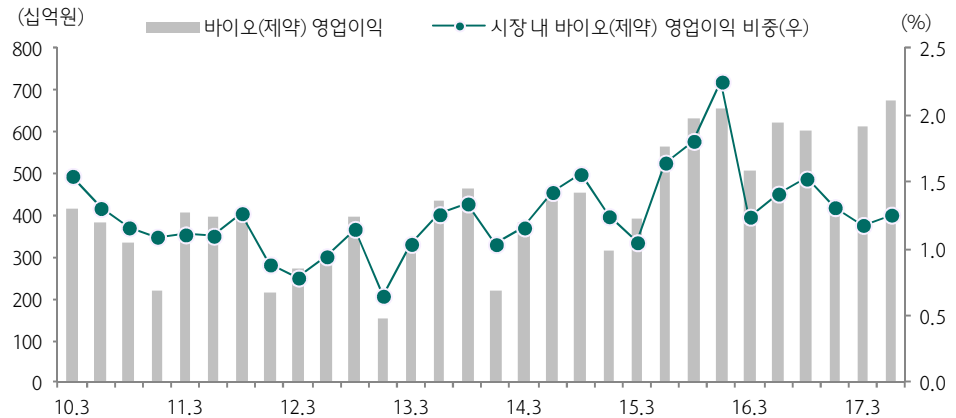
바이오/제약산업 디플레이션
압력 완화 및 추가적 인플레이 기대
개선환경은 미국을 위시한 글로벌
바이오/제약 섹터 어닝 파워
회복의 긍정요인으로 작용할 전망



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

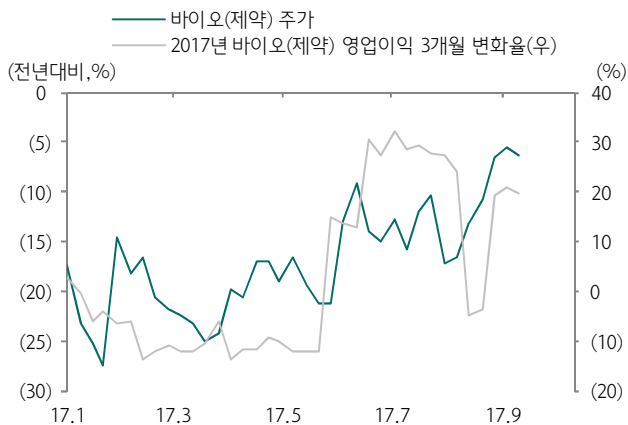
그림 10. 분기별 한국 바이오/제약주 합산 영업이익과 시장 내 이익기여도 비중

한국 바이오/제약주 역시,
어닝 파워 회복과 함께,
시장 내 대표적 실적 성장주로
귀환



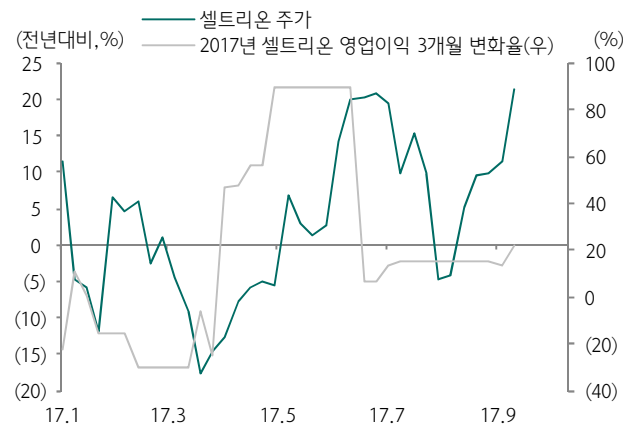
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 11. 한국 바이오/제약 업종 주가와 2017년 영업이익 3개월 변화율



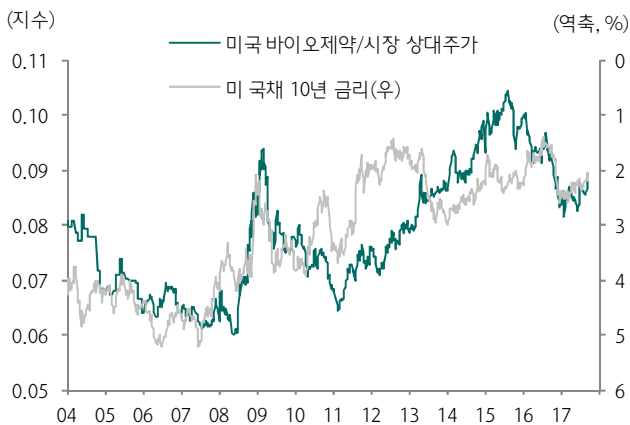
자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 12. 셀트리온 주가와 2017년 영업이익 3개월 변화율



자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 13. 계속된 저금리 환경은 바이오/제약주 주가 프리미엄 강화의 명징한 긍정요인



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

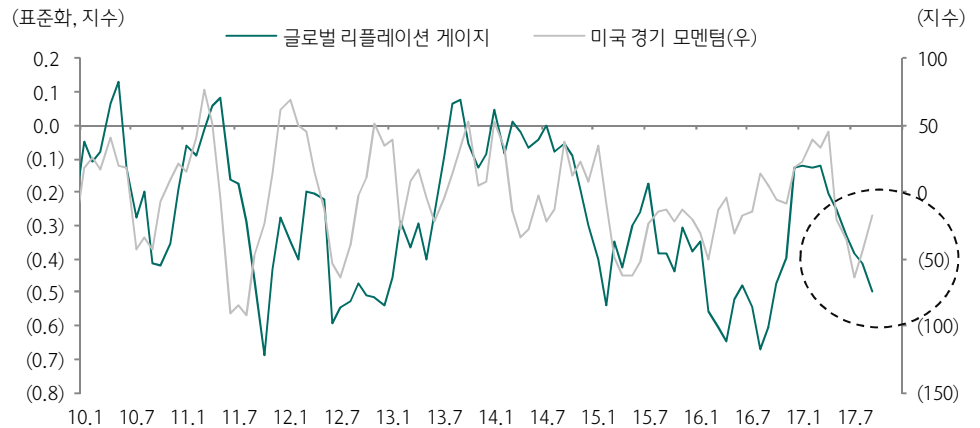
그림 14. 글로벌 리플레이션 트레이딩 기류 후퇴는 그간 가치주 강세에 소외됐던 성장주 진영의 주가 방향선회 가능성을 시사



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 매크로 환경의 순환적 회복과
는 상반된 글로벌 리플레이션
환경의 부진세가 확연.
이는 Fed 통화정책 공간이 신중하
고도 완화적인 정책기조에서 크게
달라지기 어려울 것임을 암시하는
대목으로 평가 가능

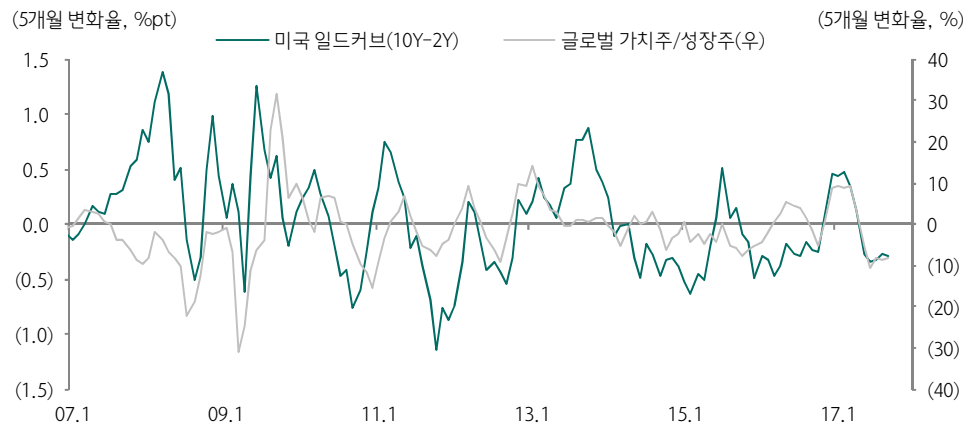
그림 15. 글로벌 리플레이션 게이지와 미국 경기 모멘텀



주: 글로벌 리플레이션 게이지는 WTI, 무역가중 달러화, 미 10년 국채금리 등을 표준화해서 산출
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

장단기 금리 스프레드 상승전환은
중장기 국내외 중시 주도권의
경기민감 대형주/가치주로의
이동 가능성을 암시.
단, 잔존한 글로벌 정치/정책
불확실성은 글로벌 일드커브
환경의 제약요인으로 기능.
이는 개별주/성장주 모멘텀
플레이 지속 가능성으로 파급

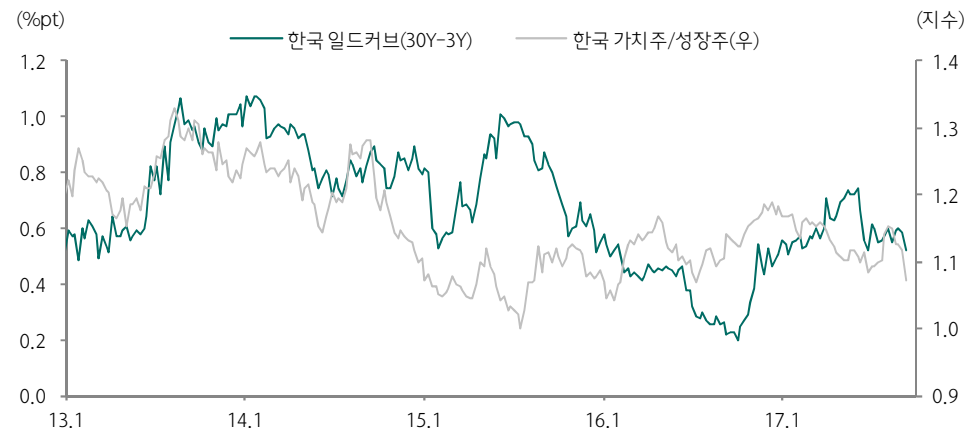
그림 16. 미국 일드커브와 글로벌 가치주/성장주 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

한국 역시 스타일 주도권의
혼재양상이 전개.
한국 장단기 금리 스프레드의
부진세를 고려할 경우,
시장 주도권은 경기민감 대형 가치
주보단 개별 모멘텀 보유 핵심
성장주를 활용한 단기 트레이딩에
집중될 것으로 판단

그림 17. 한국 일드커브와 한국 가치주/성장주 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

[인덱스/파생] 셀트리온 수급환경 변화 삼중수혜 가능성 점검

1) KOSDAQ → KOSPI 이전상장의 주가 및 수급 영향

KOSDAQ 시가총액 No.1(17.0조원) 기업인 셀트리온의 KOSPI 이전상장 논의가 본격화되고 있다. 셀트리온 소액주주들은 빈번한 공매도 공세와 KOSPI 대형주 중심으로 전개되는 패시브 수급에 대한 상대적 박탈감을 이유로 사측에 이전상장을 위한 임시주주총회 소집을 요구하고 나섰다(29일 송도 사옥에서 이전상장을 위한 임시 주주총회 개최 예정).

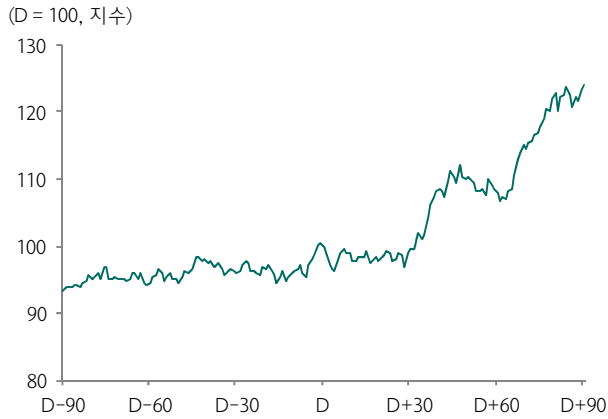
법적 시한인 9월 내로 관련 의사결정이 마무리될 예정이나 서정진 회장의 KOSDAQ 잔류 의지와 KRX측 교육지책(규정 변화를 통한 K200 등 주요 벤치마크 특례편입 및 KOSDAQ 잔류 TFT 구성 등)에도 불구하고, 주주들의 이전상장 요구를 막을 명분과 실리가 제한적이라란 점에선 셀트리온 KOSPI 이전상장 논의는 더 이상 가부(可否)가 아닌 시기의 문제로 해석함이 옳다.

KOSPI로의 이전상장을 위해선 발행주식 총수의 1/4 출석 & 출석주주 과반수의 찬성 요건을 모두 충족시킬 필요가 있겠으나, 66%에 달하는 강성 소액주주 구성비를 고려할 경우 주총 결의요건 그 자체가 그리 큰 난관이 되진 어렵다. 더불어, 거래소 시장 상장을 위해서는 연 매출액 1,000억 원 이상, 연간 순이익 50억 원 이상, 주식수 100만주 이상 요건을 동시에 충족시켜야 하나, 이미 상기 진입장벽과 현격한 차이를 벌린 셀트리온이다(2016년말 현재 매출액 6,705.8억 원, 순이익 1,804.5억 원, 상장주식수 122.6백만 주).

궁금한 점은 셀트리온의 KOSPI 이전상장 및 KOSPI200 신규편입에 따른 주가/수급영향에 대한 판단일 것이다. 우선은 2000년 이래 KOSPI로의 이전상장 이후 K200에 신규편입됐던 11개의 사례를 살펴봤다(그림 18 ~ 35). 대부분의 경우 주가와 기관 수급측면에서 중립이상의 긍정적 영향이 확인됐는데, 주가는 임시주총과 상장예비심사 청구가 진행되는 이전상장일 60거래일 이전 시점부터, 기관 수급은 이전상장 30거래일 이전 시점부터 관련 기대감의 사전적 결집 시도가 구체화됐다.

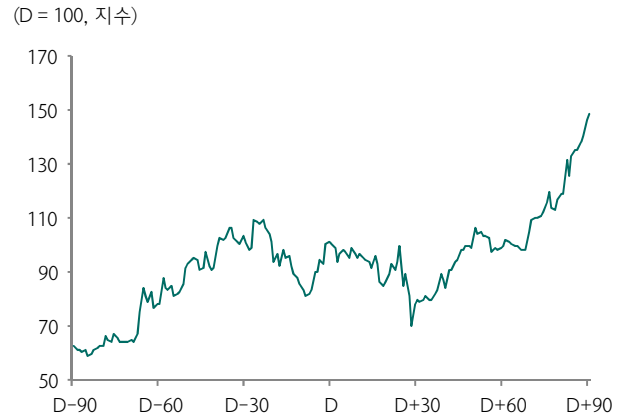
즉, 이전상장 D-60일에서 D-30일까지 기간이 이전상장에 대한 사전적 기대감이 선반영되는 구간이라면, D-30일 이후 기간은 대형 수급원의 인덱싱 선취매가 유입되는 구간으로 해석할 수 있겠다. 후술할 12월 KOSPI200 BM 신규상장 특례편입을 위해선 늦어도 11월 중순경까진 이전상장의 모든 절차가 매조지될 필요가 있는데, 이 경우 이전상장과 관련한 수급 영향은 9월 중순 이후부터 본격 발현될 공산이 크다. 하반기 셀트리온 수급환경 변화 삼중수혜를 구성하는 첫 번째 재료인 셈이다.

그림 18. KOSDAQ→KOSPI Case Study: 2000년 이후 평균 주가 추이



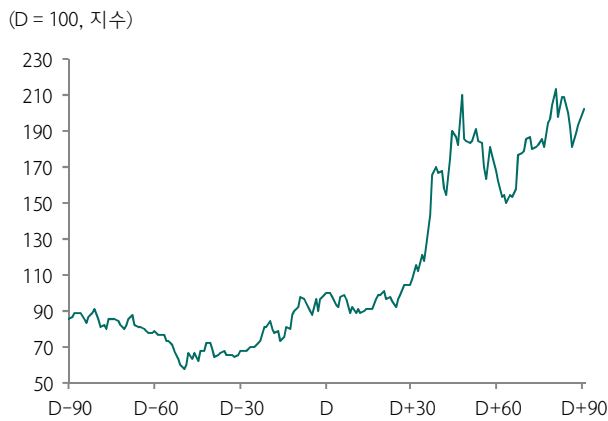
자료: KRX, 하나금융투자

그림 19. 코웨이 이전상장일('01. 8. 7) 전후 주가 추이



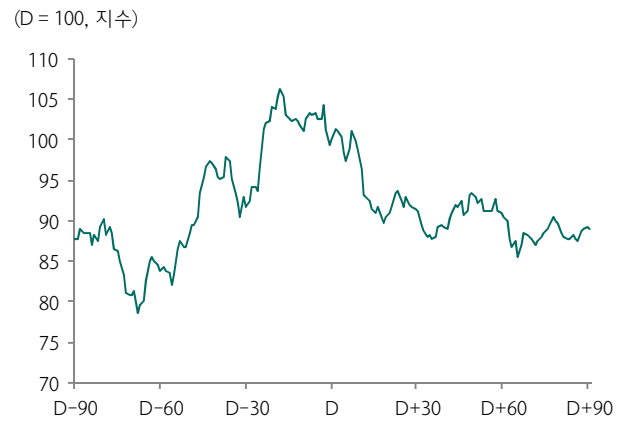
자료: KRX, 하나금융투자

그림 20. 엔씨소프트 이전상장일('03. 5. 22) 전후 주가 추이



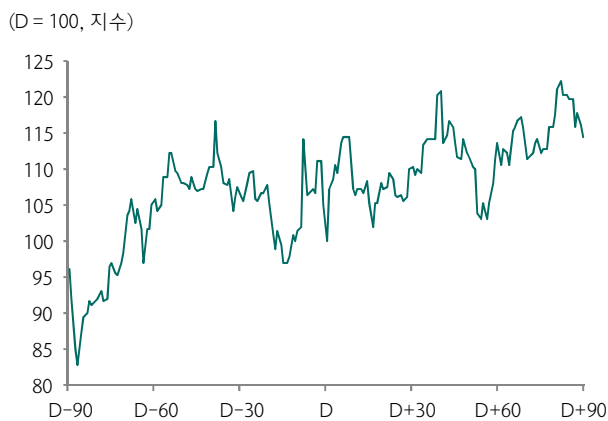
자료: KRX, 하나금융투자

그림 21. SBS 이전상장일('03. 6. 25) 전후 주가 추이



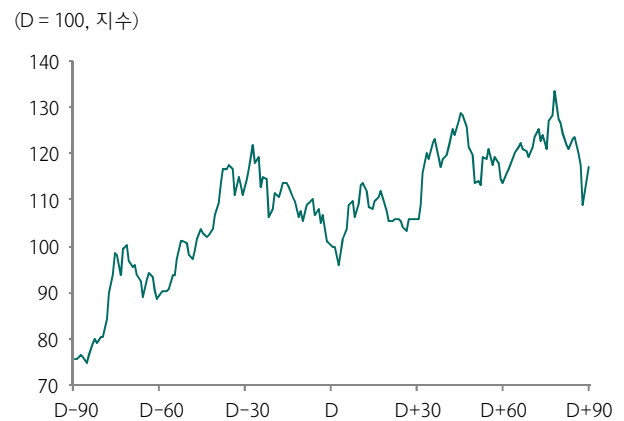
자료: KRX, 하나금융투자

그림 22. 강원랜드 이전상장일('03. 9. 4) 전후 주가 추이



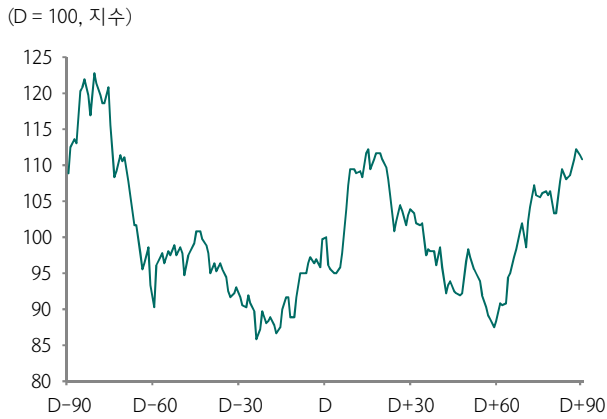
자료: KRX, 하나금융투자

그림 23. 기업은행 이전상장일('03. 12. 24) 전후 주가 추이



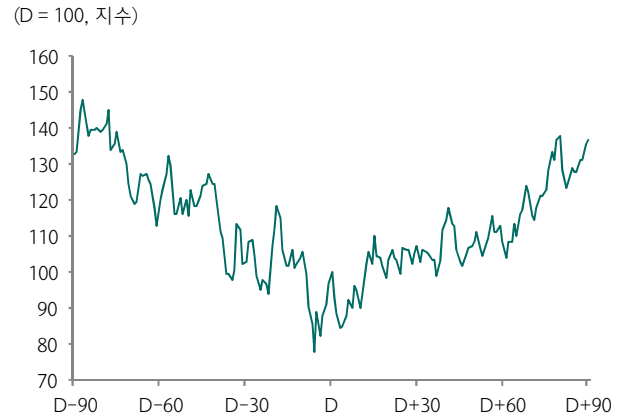
자료: KRX, 하나금융투자

그림 24. LG유플러스 이전상장일('08. 4. 21) 전후 주가 추이



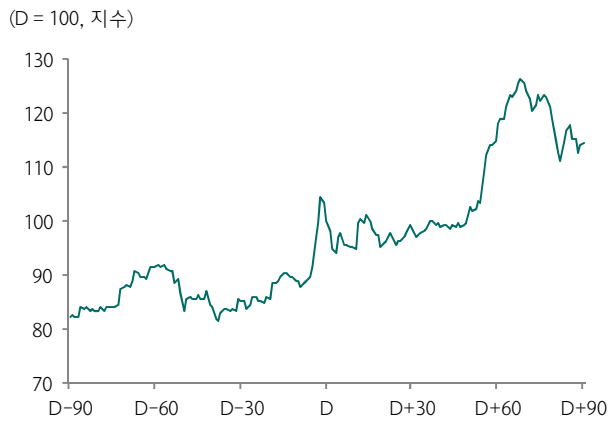
자료: KRX, 하나금융투자

그림 25. NAVER 이전상장일('08. 11. 28) 전후 주가 추이



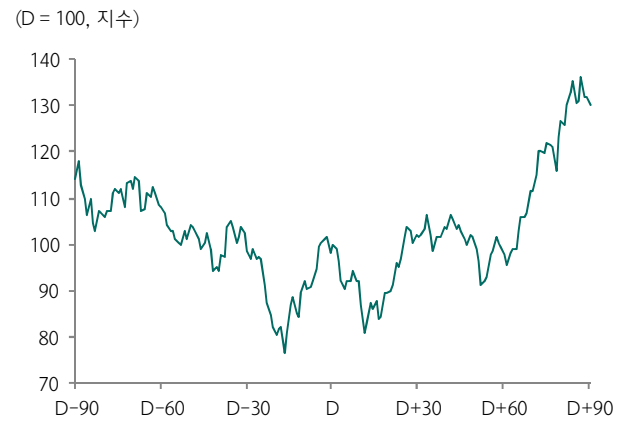
자료: KRX, 하나금융투자

그림 26. 무학 이전상장일('10. 7. 20) 전후 주가 추이



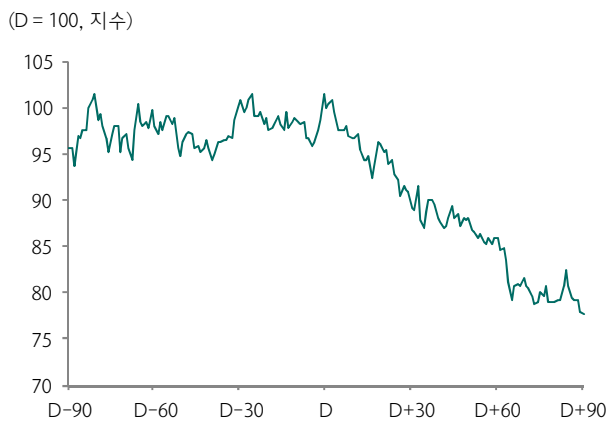
자료: KRX, 하나금융투자

그림 27. 에이블씨엔씨 이전상장일('11. 9. 7) 전후 주가 추이



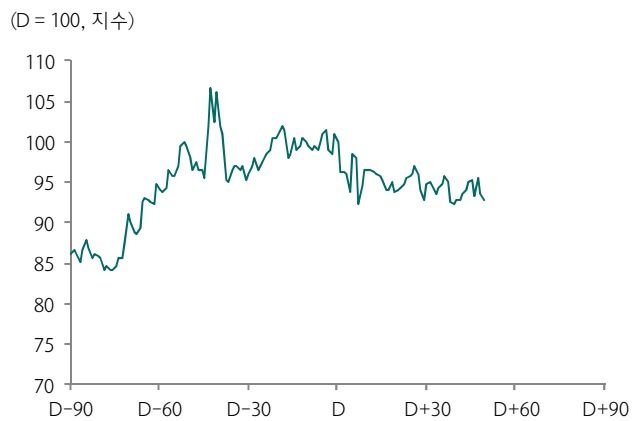
자료: KRX, 하나금융투자

그림 28. 동서 이전상장일('16. 7. 15) 전후 주가 추이



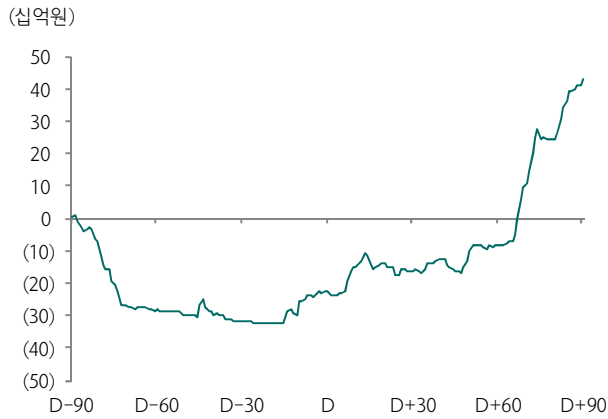
자료: KRX, 하나금융투자

그림 29. 카카오 이전상장일('17. 7. 10) 전후 주가 추이



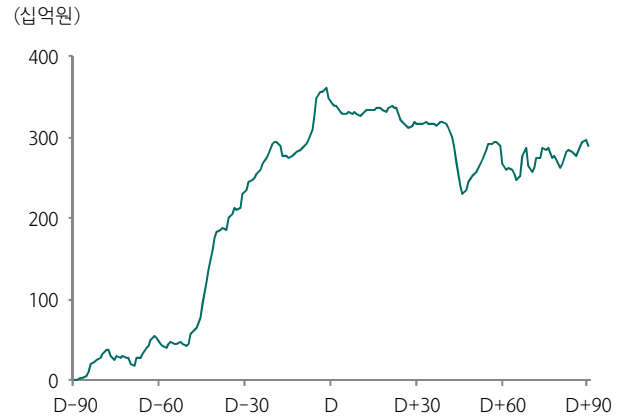
자료: KRX, 하나금융투자

그림 30. LG유플러스 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



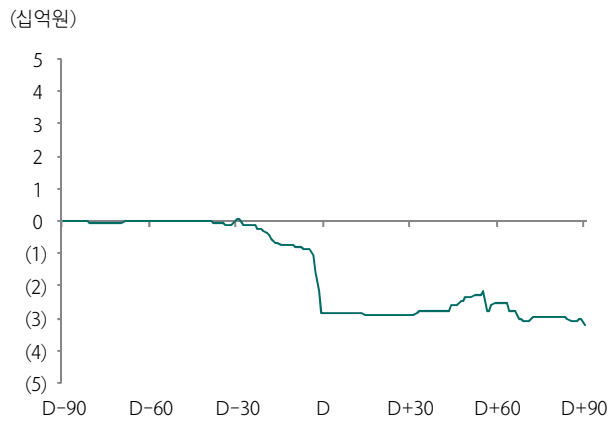
자료: KRX, 하나금융투자

그림 31. NAVER 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



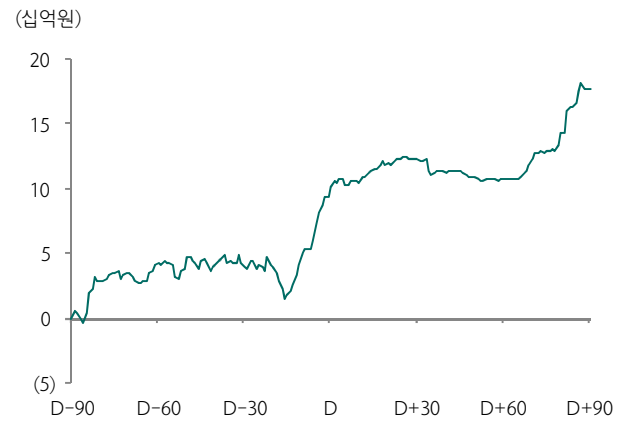
자료: KRX, 하나금융투자

그림 32. 무학 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



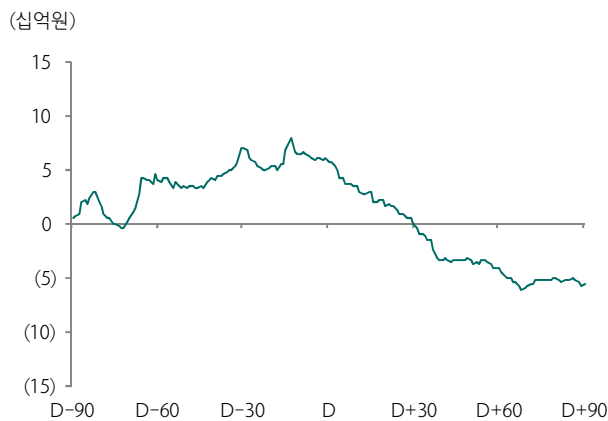
자료: KRX, 하나금융투자

그림 33. 에이블씨엔씨 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



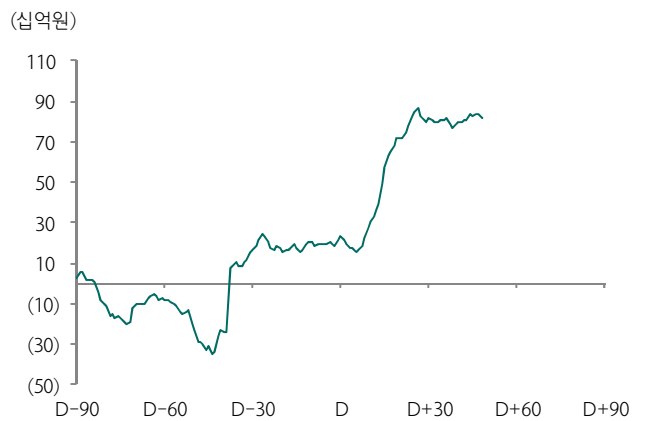
자료: KRX, 하나금융투자

그림 34. 동서 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

그림 35. 카카오 이전상장(D일) D-90일 이후 기관 누적 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

2) 공매도 과열종목 지정제도 개편에 따른 숏커버링 수급선회 가능성

8/23일 금융위원회와 한국거래소는 ‘공매도 과열종목 지정제도’ 개편안을 발표했다. 지난 3/27일 동 제도 신설 이래, 올 들어서만 다섯 번째 있는 공매도 제한조치다. 당초 금융위는 공매도가 지닌 가격발견 기능과 주식시장 효율성 제고라는 순기능은 살리고 과도한 공매도에 연유한 비정상적 주가급락을 예방하기 위한 교육지책으로 동 제도를 도입했으나, 시행 전 시뮬레이션(KOSPI는 약 5거래일마다, KOSDAQ은 6거래일에 1건씩 적출)과는 달리 그 실효성(실제 KOSPI는 16.6일, KOSDAQ은 13.8일 당 1건)이 미미한데 따른 보완조치로 해석 가능하다.

개정안에 따르면, 1) 5% 이상 ~ 10% 미만 주가 하락시, 전체 거래대금 대비 공매도 비중이 KOSPI 18%/KOSDAQ 12%를 상회하고, 당일 공매도 거래대금 증가율이 40일 평균 대비 KOSPI 6배/KOSDAQ 5배 이상이거나, 2) 10% 이상 주가 급락시엔 공매도 비중과 관계없이 공매도 증가율 기준에 의거하고, 3) KOSDAQ 기업의 경우, 주가 등락과 무관하게 40거래일 평균 공매도 비중이 5% 이상인 종목에 대해선 공매도 증가율 기준과 종합해 9월말 이후부터 공매도 과열종목에 지정될 수 있음을 예고했다. 공매도 과열종목으로 적출될 경우 당일 18시 이후 대상종목 공표와 함께 익일 하루 동안 공매도 거래가 제한되며, 규정 위반시 고의/중과실/경과실로 차등하여 과태료가 부과된다.

이번 개정안이, 1) 시가총액 등과 같은 펀더멘탈 제반 변수에 대한 고려 없이, 2) 공매도를 향한 개인 투자자의 반감만을 고려해 KOSDAQ 기업에 상대적으로 엄격한 기준이 차등적용됐고(KOSPI 중소형주의 상대적 소외), 3) 지정요건별 적출 가능 후보군에 대한 사전예보제(대쉬보드) 없이는 연속(일간) 데이터 취득이 제한되는 기존 공매도 거래가들에겐 다소 불편한 제도변화일 수 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 즉, 이번 제도 개편으로 인해 KOSDAQ 기업에 대한 실제 공매도 거래 유인이 원천봉쇄될 여지가 많다는 의미다.

궁금한 점은 이번 개편안과 관련한 투자 아이디어 도출이다. KOSDAQ 공매도 거래의 유명무실화는 본질적으로 시장 가격발견 기능 및 비정상적 주가변화 자정기능 약화로 파급될 공산이 크다. 다만, 이번 개편안이 실질적으로 코스닥에 대한 공매도 제한조치 성격이 짙다는 점에선, 40거래일 평균 공매도 비중이 기준선인 5%를 상회하는 KOSDAQ 종목들의 경우 관련 조치의 최우선적 타겟이 될 소지가 다분하다. 숏커버링 매수선회 가능성에 주목할 필요가 있단 의미다.

특히, 40거래일 평균 공매도 비중 상위 종목 대부분이 KOSDAQ 시총 상위 대표주로 구성됐고, 셀트리온 역시 상당수준의 공매도 거래가 전개 중이었다는 점을 고려할 경우, 이번 개편안은 셀트리온 수급환경 변화에 있어 명징한 긍정요인으로 기능할 소지가 다분하다. 시기를 특정해본다면, 제도가 본격 시행되는 10월 이후부터가 환매수 수급선회의 분기점으로 기능할 가능성이 높다. 9월 중 KOSPI 이전상장 기대를 선반영하는 사전포석적 수급 러브콜 유입과정에 이어, 10월 숏커버링 수급이 추가로 유입되는 구도인 셈이다.

표 1. 3/27일 도입된 '공매도 과열종목 지정제도' 개요 및 8/23일 발표된 개선안 상세

구분	세부내용
제도 개요	• 공매도가 집중된 종목에 대해 투자자의 주의를 환기하고 적시에 대응하기 위해 '공매도 과열종목 지정제도'를 도입
지정 기준	• 공매도 비중, 공매도 증가율 및 주가를 고려하여 아래 기준에 모두 해당하는 종목을 적출
시장 관리	• 해당 종목을 '공매도 과열종목'으로 지정하고 1일간 공매도 거래를 금지
기대 효과	• 공매도가 집중되는 종목에 대한 정보를 제공하여 투자자의 주의를 환기하고 공매도 관련 정보 비대칭을 완화. 또한, 공매도 금지를 통해 주가하락의 가속화를 방지할 것으로 기대
현행 요건 (3/27일 시행)	1) (공매도 비중) 거래대금 비중 20% 이상(코스닥/코넥스 15% 이상) 2) (공매도 증가율) 공매도 비중이 직전 40거래일 평균 대비 2배 이상 증가 3) (주가 하락률) 전일 증가 대비 5% 이상 하락
지정 요건 개선안 (9월말 시행 예고)	1) (공매도 비중) 거래대금 비중을 코스피 18%, 코스닥 12%으로 요건 하향조정하고 시장상황에 맞게 주기적 조정. 또한, 40거래일 평균 공매도 비중 5% 이상인 코스닥 종목을 경우 무조건 지정 2) (공매도 증가율) 거래대금 증가율 요건으로 대체. 직전 40거래일 평균 대비 코스피 6배, 코스닥 5배 이상으로 조정 3) (주가 하락률) 전일 증가 대비 5 이상 ~ 10% 미만 하락시 개선요건 적용. 10% 이상 하락시 공매도 비중 요건 배제

자료: 한국거래소, 하나금융투자

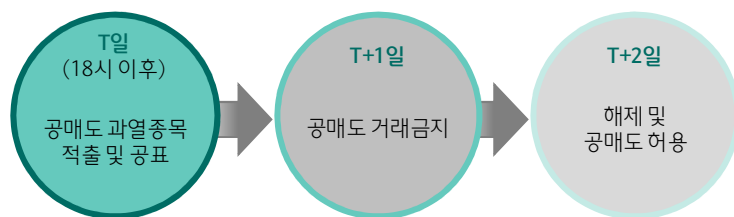
표 2. 8/23일 공매도 과열종목 지정제도 개선안

구분	현행	개선안		
주가 하락률	5% 이상	1) 5% 이상 ~ 10% 미만	2) 10% 이상	3) 주가 하락률 요건 배제
공매도 비중	코스피: 20% 코스닥: 15%	코스피: 18% 코스닥: 12%	비중요건 배제	코스닥: 40거래일 평균 공매도 비중 5% 이상인 종목
공매도 증가율	공매도 비중 2 배	코스피: 공매도 거래대금 6배 코스닥: 공매도 거래대금 5배		

자료: 한국거래소, 하나금융투자

그림 36. 공매도 과열종목 지정 프로세스

3/27일 '공매도 과열종목 지정제도' 신설 이후 8/23일 개선방안 발표. 공매도 과열종목으로 적출될 경우 당일 18시 이후 대상종목 공표와 함께 익일 하루 동안 공매도 거래가 제한될 예정



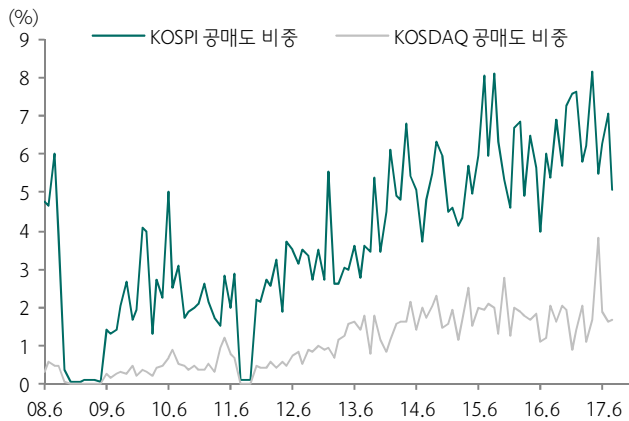
자료: 한국거래소

표 3. 공매도 제도 개선방안 시행 경과 및 주요내용

구분	내용
2017-03-27	• 공매도 과열종목 지정제도 신설
2017-03-27	• 공매도 관련 규제 위반에 대한 제재 강화
2017-05-22	• 공매도 잔고 보고 및 공시기한 단축(T+3일에서 T+2일로 개선)
자본시장법 개정안 국회 계류	• 유상증자 기간 중 공매도 거래자에 대한 유상증자 참여 제한

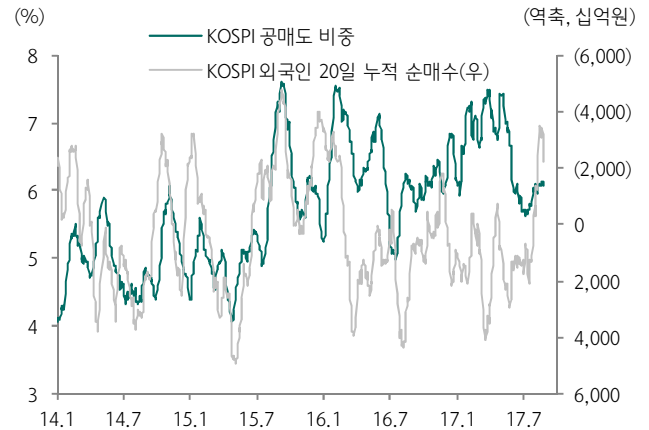
자료: 한국거래소, 하나금융투자

그림 37. 시장 거래대금 대비 공매도 거래대금 비중 추이



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 38. 공매도는 외국인 수급과 뚜렷한 역의 상관관계를 형성 (공매도 거래의 70~80%는 외국인이 주도, 자본시장연구원 분석)



자료: Dataguide, 하나금융투자

표 4. 최근 4개년간 공매도 거래대금 비중 Top 10 종목: 외국인 보유 비중 상위종목 가운데 업황 및 실적 편더멘탈 부진 예상 기업이 공매도 거래의 대상으로 기능

구분	2013년			2014년			2015년			2016년		
	종목명	공매도 비중(%)	외국인 비중(%)	종목명	공매도 비중(%)	외국인 비중(%)	종목명	공매도 비중(%)	외국인 비중(%)	종목명	공매도 비중(%)	외국인 비중(%)
1	오리온	11.9	39.3	하이트진로	16.4	16.2	하이트진로	12.5	14.6	대우건설	20.6	6.0
2	현대미포조선	11.3	19.8	동국제강	13.4	21.9	GS건설	11.9	13.7	한샘	19.2	25.0
3	S-Oil	10.5	46.8	오리온	11.6	42.4	현대차우	11.9	77.3	BGF리테일	18.7	28.7
4	현대차우	9.6	73.5	롯데정밀화학	11.5	6.0	CJ대한통운	11.6	10.6	로엔	18.3	23.6
5	하이트진로	9.4	18.5	CJ대한통운	11.1	9.6	두산	10.8	10.4	휠라코리아	17.4	26.3
6	동국제강	9.3	23.3	빙그레	10.7	23.3	메리츠화재	10.8	12.6	S-Oil	17.0	77.7
7	LG이노텍	9.3	8.7	농심	10.3	26.0	농심	10.5	24.9	CJ대한통운	16.9	12.0
8	CJ대한통운	8.8	3.3	GS건설	10.2	18.6	대림산업	10.0	31.9	금호석유	16.9	16.1
9	호텔신라	8.5	38.1	호텔신라	10.1	38.5	현대해상	9.8	39.5	삼성중공업	16.3	16.0
10	롯데정밀화학	8.1	5.3	GS리테일	10.0	21.0	오리온	9.6	41.3	LG전자	16.2	21.9

자료: Dataguide, 하나금융투자

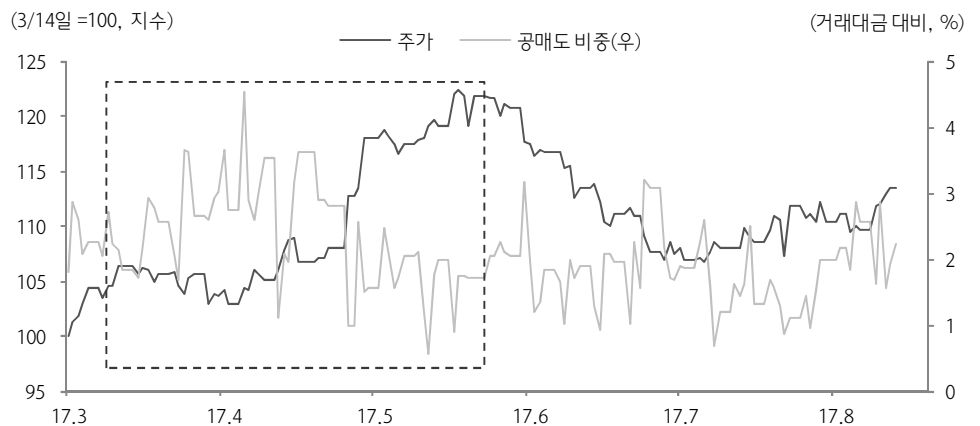
표 5. 최근 40일 평균 공매도 거래대금 비중 4% 이상 KOSDAQ 기업 List(5% 이상시 주가하락 요건과 무관하게 공매도 과열종목 지정 가능)

종목명	최근 40일 평균 전체 거래대금 대비 공매도 비중(5일 평균)	최근 40일 공매도 대비 최근 비중 (5일 평균)	종목명	최근 40일 평균 전체 거래대금 대비 공매도 비중(5일 평균)	최근 40일 공매도 대비 최근 비중 (5일 평균)	종목명	최근 40일 평균 전체 거래대금 대비 공매도 비중(5일 평균)	최근 40일 공매도 대비 최근 비중 (5일 평균)
파라다이스	14.9	92.3	제넥스	6.3	164.1	바이넥스	4.9	129.1
SK머티리얼즈	14.1	88.7	제넥신	6.3	233.0	라운시큐어	4.9	14.6
메디톡스	13.8	57.9	젬백스	6.3	100.3	동진씨미켄	4.9	239.8
로엔	12.5	226.8	바이로메드	6.2	178.8	조이시티	4.7	304.1
와이즈엔터테인먼트	11.4	194.7	에이티젠	6.2	210.4	포스코 ICT	4.7	179.6
CJ오쇼핑	10.9	130.6	셀트리온	6.1	93.1	코다코	4.7	395.2
디오	10.7	89.9	바디텍메드	6.1	123.1	하림홀딩스	4.7	22.7
골프존뉴딘	10.5	138.2	아미코젠	6.1	213.5	동성화인텍	4.7	3.2
태웅	10.1	102.3	파트론	5.9	23.0	비에이치	4.6	201.1
에머슨퍼시픽	9.7	264.7	마크로젠	5.9	51.1	유진테크	4.6	48.6
오스템임플란트	9.6	91.3	솔브레인	5.8	50.2	클마비엔에이치	4.5	250.5
CJ프레시웨이	9.2	341.2	위메이드	5.6	77.2	한글과컴퓨터	4.5	512.4
성광벤드	8.2	63.5	제닉	5.6	50.9	차이나하오란	4.5	0.8
매일홀딩스	7.9	113.4	에스티	5.5	52.2	레코캠바이오	4.5	157.4
태광	7.9	132.2	엘앤에프	5.5	241.1	안랩	4.5	492.6
코미팜	7.8	200.8	차바이오텍	5.5	342.6	동국S&C	4.4	82.6
세코닉스	7.6	96.9	아이센스	5.5	57.7	에스티팜	4.4	181.5
클리오	7.5	113.3	다원시스	5.4	76.6	와이솔	4.4	13.0
토텍	7.5	73.9	웹젠	5.4	226.6	테스	4.3	20.0
리더스코스메틱	7.4	109.6	이오테크닉스	5.3	125.1	에프티이앤이	4.3	118.1
인터플렉스	7.2	118.0	더블유게임즈	5.3	68.4	KT서브마린	4.3	24.6
씨젠	7.1	42.4	아이에이	5.2	401.3	서부T&D	4.2	134.5
휴메딕스	7.1	215.5	실리콘웍스	5.2	99.5	와이지-원	4.2	79.5
연우	6.9	100.6	HB테크놀로지	5.2	31.0	NEW	4.2	245.8
루트로닉	6.9	207.4	인터파크	5.2	36.1	덕산네오룩스	4.2	115.9
KH바텍	6.7	149.7	엘아이에스	5.1	18.7	인터로조	4.2	33.9
AP시스템	6.7	131.9	넥스텐	5.1	277.4	한양이엔지	4.2	142.9
휴젤	6.7	105.9	코스온	5.0	143.2	아가방컴퍼니	4.2	239.8
펍트론	6.6	74.2	포스코켄텍	5.0	170.4	인트론바이오	4.2	108.5
셀트리온제약	6.4	170.2	제넥스	6.3	164.1	바이넥스	4.9	129.1

자료: 한국거래소, 하나금융투자

그림 39. 공매도 과열종목 지정제도 신설에 따른 숏커버링 유망주 투자성과(3/14일 발간, 시가총액 가중평균)

지난 3/14일 발간한 ‘공매도 과열종목 지정제도와 투자 아이디어’ 전략 자료를 통해, 3/27일 ‘공매도 과열종목 지정제도’ 신설에 따른 공매도 실적 확보 및 실적 개선을 근거로 숏커버링 유망종목 (필라코리아/S-Oil/삼성증권/SPC삼립/LG전자/BGF리테일) 6개를 제시. 동 제도 시행 이후 관련 투자대안의 유의미한 투자성과가 확인



자료: 한국거래소, 하나금융투자

3) 12월 KOSPI200 BM 신규편입 가능성 및 주가/수급 영향 점검

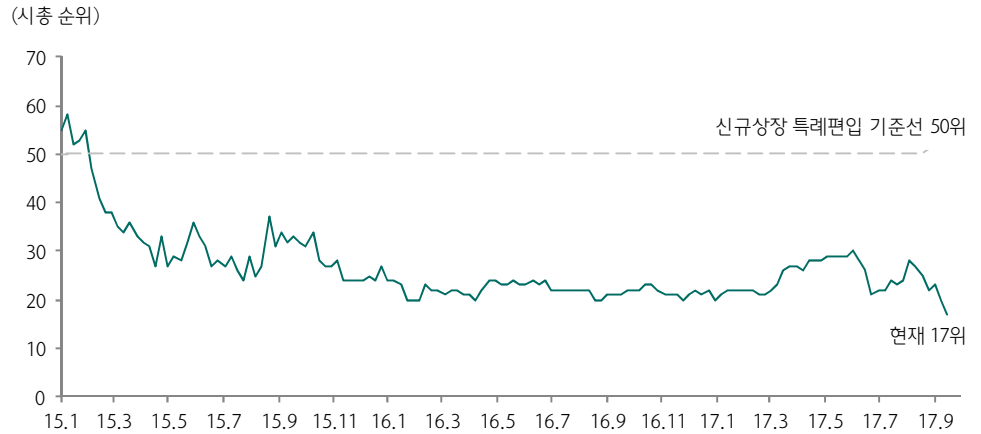
이전상장 직후 셀트리온 KOSPI 시총순위는 9/18일 현재, 17위에 준할 것으로 예상되는데, 이는 K200 신규상장 특례편입 기준(KOSPI 시총순위 50위 이내를 15거래일간 유지)을 여유롭게 넘어서는 규모라 할 수 있다. 만일 이전상장 작업이 11월 중순까지 성공리에 매조지 되는 경우라면, 12월 15일(12월 동시만기 익일) KOSPI200 신규편입 여부는 이제 가능성 단계를 지나 기정사실화 수준에 진입하게 된다.

9월 15일로 확정된 카카오 특례편입(K200 유동시총 비중 0.61%, K200 BM 추종자금 30조원 가정시 1,824억원 편입수요 유발, 알루코/제일파마홀딩스 편출)을 감안할 경우, 셀트리온의 KOSPI200 내 유동시총 비중은 1.13%에 해당할 것이며, 3,400억 원대 BM 트래킹 신규수요가 발생할 전망이다(기존 헬스케어 섹터 내 보령제약 편출 예상).

통상 액티브/패시브 수급원의 K200 신규편입 이벤트 플레이 효과가 정기변경일 D-30일 시점부터 구체화됐다는 점을 고려할 경우, 11~12월 사이 기간은 관련 타이밍 전략의 최적기로 기능할 개연성이 크다. 9월 이전상장에 대한 사전적 기대감, 10월 공매도 규제안 변화에 따른 숏커버링 수급선회 가능성, 11~12월 KOSPI200 신규편입에 따른 인덱싱 이벤트 플레이 수요의 결집 등 하반기 인덱스/파생 관점하 수급 꽃 놀이패 세 가지 모두를 지닌 셀트리온이라 할 수가 있겠다.

셀트리온이 KOSPI로 이전상장할 경우, 시장 내 시총순위는 17위에 해당. 이는 KOSPI200 신규상장 특례편입 기준인 50위 이내 요건을 충족

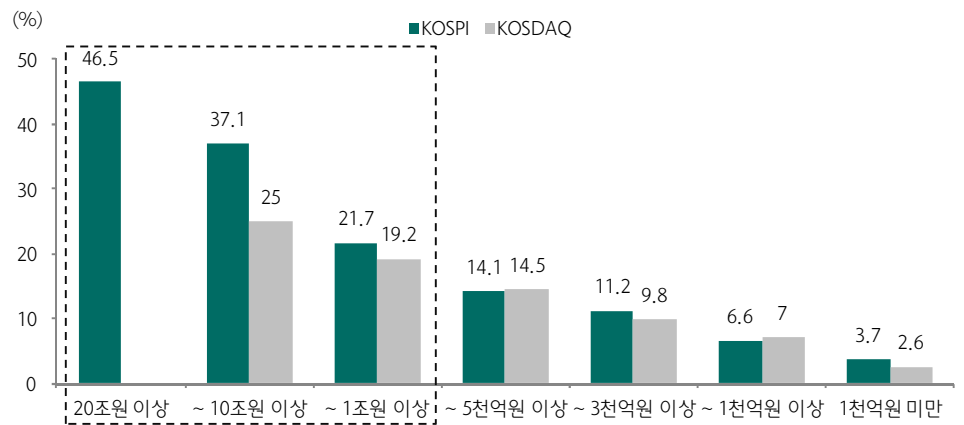
그림 40. KOSPI 이전상장 가정시 셀트리온의 KOSPI 시장 내 시가총액 순위



자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

시총 1조원 이상 중대형주 외국인 투자가 보유비중은 KOSPI 상장사 대비 KOSDAQ의 상대적 열위가 확인. 따라서, 셀트리온의 KOSPI 이전상장 가능성은 가부의 문제가 아닌 시기의 문제로 달리 볼 필요가 있을 것

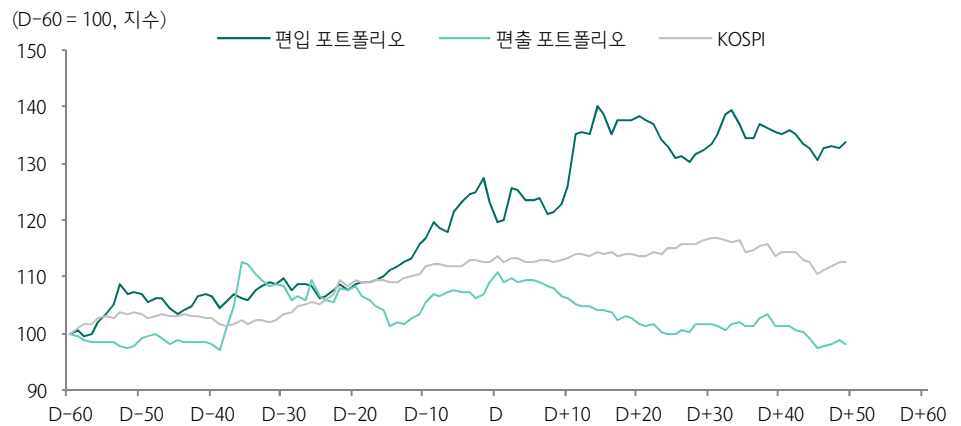
그림 41. KOSPI/KOSDAQ 시가총액 구간별 외국인 보유비중



자료: KRX, 하나금융투자

통상, 정기변경일 D-30일 시점부터 KOSPI200 편입 종목군의 차별적 성과가 구체화

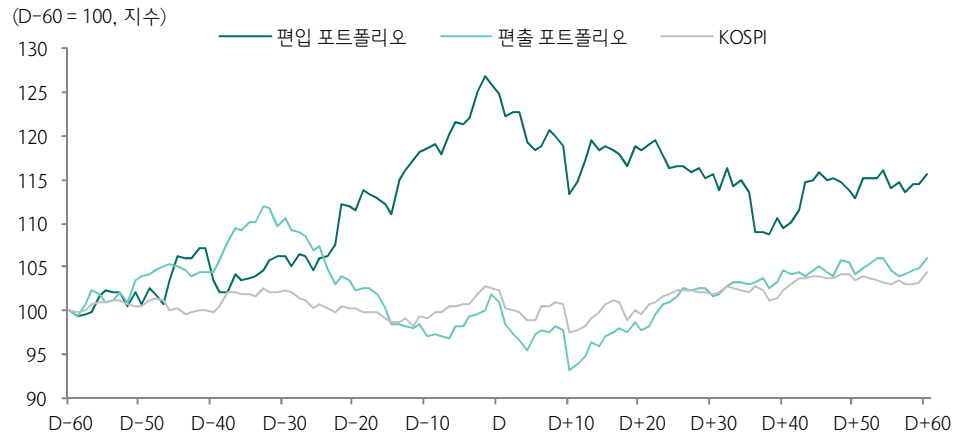
그림 42. 2017년 KOSPI200 정기변경(D)일 전후 60일간 편출입 포트폴리오(시가총액 가중방식) 퍼포먼스



자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

통상, 정기변경일 D-30일 시점부터
KOSPI200 편입 종목군의 차별적
성과가 구체화

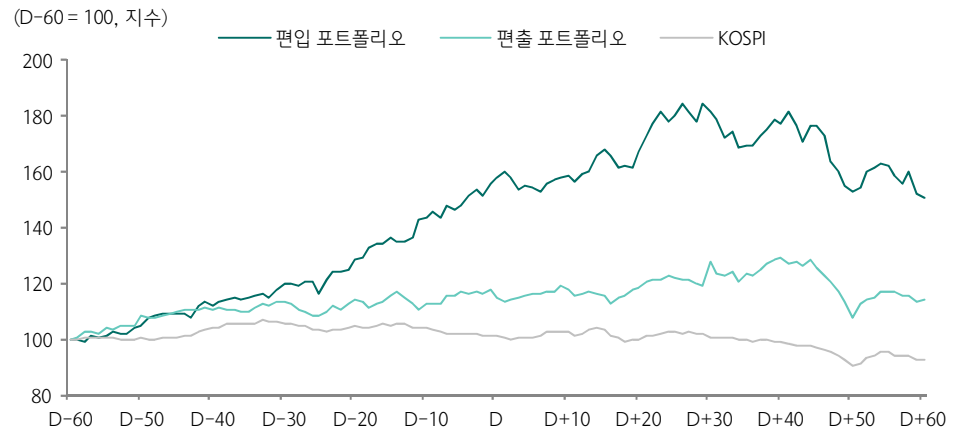
그림 43. 2016년 KOSPI200 정기변경(D)일 전후 60일간 편출입 포트폴리오(시가총액 가중방식) 퍼포먼스



자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

통상, 정기변경일 D-30일 시점부터
KOSPI200 편입 종목군의 차별적
성과가 구체화

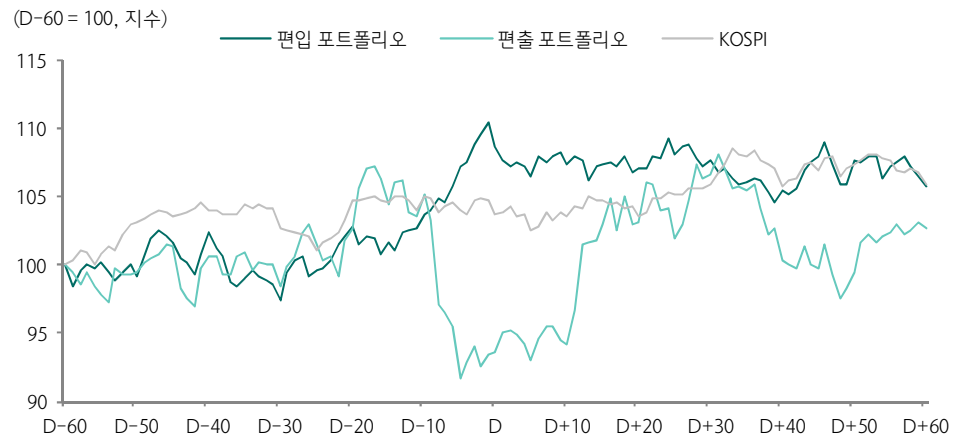
그림 44. 2015년 KOSPI200 정기변경(D)일 전후 60일간 편출입 포트폴리오(시가총액 가중방식) 퍼포먼스



자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

통상, 정기변경일 D-30일 시점부터
KOSPI200 편입 종목군의 차별적
성과가 구체화

그림 45. 2014년 KOSPI200 정기변경(D)일 전후 60일간 편출입 포트폴리오(시가총액 가중방식) 퍼포먼스



자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

표 6. 셀트리온 이전상장 후 12월 신규상장 특례편입 감안한 KOSPI200 종목비중 및 추종자금 변화 추정 (1)

구분	종목명	유동 비율 (%)	시가총액(십억원)		KOSPI200 예상 편입비중			KOSPI200 추종 자금(십억원)		
			현 시총	유동 시총	현재 (A, %)	셀트리온 편입 후 (B, %)	유동비율 변화 (B-A, %pt)	현재 (A)	셀트리온 편입 후 (B)	추종자금 변화 (B-A)
1	삼성전자	73	327,017	238,722	28.21	27.90	-0.31	8,464.4	8,369.9	-94.4
2	SK하이닉스	77	56,202	43,275	5.11	5.06	-0.06	1,534.4	1,517.3	-17.1
3	POSCO	79	27,202	21,490	2.54	2.51	-0.03	762.0	753.5	-8.5
4	신한지주	86	24,137	20,758	2.45	2.43	-0.03	736.0	727.8	-8.2
5	현대차	66	30,068	19,845	2.35	2.32	-0.03	703.6	695.8	-7.9
6	NAVER	79	25,052	19,791	2.34	2.31	-0.03	701.7	693.9	-7.8
7	KB금융	86	22,578	19,417	2.29	2.27	-0.03	688.5	680.8	-7.7
8	LG화학	65	28,308	18,400	2.17	2.15	-0.02	652.4	645.1	-7.3
9	현대모비스	68	21,026	14,298	1.69	1.67	-0.02	507.0	501.3	-5.7
10	한국전력	49	26,449	12,960	1.53	1.51	-0.02	459.5	454.4	-5.1
11	SK텔레콤	63	20,429	12,870	1.52	1.50	-0.02	456.3	451.2	-5.1
12	하나금융지주	90	13,631	12,268	1.45	1.43	-0.02	435.0	430.1	-4.9
13	SK이노베이션	67	17,476	11,709	1.38	1.37	-0.02	415.2	410.5	-4.6
14	삼성물산	46	24,185	11,125	1.31	1.30	-0.01	394.5	390.1	-4.4
15	삼성SDI	75	14,750	11,062	1.31	1.29	-0.01	392.2	387.9	-4.4
16	KT&G	74	14,553	10,769	1.27	1.26	-0.01	381.8	377.6	-4.3
17	삼성생명	42	23,400	9,828	1.16	1.15	-0.01	348.5	344.6	-3.9
18	LG전자	66	14,646	9,667	1.14	1.13	-0.01	342.8	338.9	-3.8
19	우리은행	76	11,931	9,068	1.07	1.06	-0.01	321.5	317.9	-3.6
20	SK	49	18,505	9,067	1.07	1.06	-0.01	321.5	317.9	-3.6
21	엔씨소프트	85	10,267	8,727	1.03	1.02	-0.01	309.4	306.0	-3.5
22	LG생활건강	60	14,197	8,518	1.01	1.00	-0.01	302.0	298.7	-3.4
23	삼성화재	66	12,862	8,489	1.00	0.99	-0.01	301.0	297.6	-3.4
24	LG	54	14,667	7,920	0.94	0.93	-0.01	280.8	277.7	-3.1
25	기아차	62	12,526	7,766	0.92	0.91	-0.01	275.4	272.3	-3.1
26	아모레퍼시픽	53	14,615	7,746	0.92	0.91	-0.01	274.6	271.6	-3.1
27	LG디스플레이	63	12,094	7,619	0.90	0.89	-0.01	270.2	267.1	-3.0
28	KT	83	7,677	6,372	0.75	0.74	-0.01	225.9	223.4	-2.5
29	롯데케미칼	47	13,282	6,242	0.74	0.73	-0.01	221.3	218.9	-2.5
30	삼성전기	74	8,366	6,191	0.73	0.72	-0.01	219.5	217.1	-2.4
31	삼성에스디에스	43	13,502	5,806	0.69	0.68	-0.01	205.9	203.6	-2.3
32	카카오	56	9,186	5,144	0.61	0.60	-0.01	182.4	180.4	-2.0
33	코웨이	70	7,287	5,101	0.60	0.60	-0.01	180.9	178.9	-2.0
34	현대중공업	61	7,990	4,874	0.58	0.57	-0.01	172.8	170.9	-1.9
35	S-Oil	37	13,116	4,853	0.57	0.57	-0.01	172.1	170.1	-1.9
36	삼성바이오로직스	22	21,603	4,753	0.56	0.56	-0.01	168.5	166.6	-1.9
37	현대제철	63	7,019	4,422	0.52	0.52	-0.01	156.8	155.0	-1.7
38	이마트	72	6,133	4,416	0.52	0.52	-0.01	156.6	154.8	-1.7
39	현대로보틱스	62	7,093	4,398	0.52	0.51	-0.01	155.9	154.2	-1.7
40	한국타이어	58	7,408	4,296	0.51	0.50	-0.01	152.3	150.6	-1.7
41	미래에셋대우	62	6,796	4,214	0.50	0.49	-0.01	149.4	147.7	-1.7
42	고려아연	44	9,510	4,185	0.49	0.49	-0.01	148.4	146.7	-1.7
43	강원랜드	53	7,638	4,048	0.48	0.47	-0.01	143.5	141.9	-1.6
44	한화케미칼	63	6,156	3,878	0.46	0.45	-0.01	137.5	136.0	-1.5
45	LG유플러스	64	5,982	3,828	0.45	0.45	-0.01	135.7	134.2	-1.5
46	기업은행	45	8,260	3,717	0.44	0.43	0.00	131.8	130.3	-1.5
47	넷마블게임즈	28	12,795	3,583	0.42	0.42	0.00	127.0	125.6	-1.4
48	동부화재	67	5,055	3,387	0.40	0.40	0.00	120.1	118.8	-1.3
49	한국항공우주	73	4,615	3,369	0.40	0.39	0.00	119.5	118.1	-1.3
50	GS	54	6,235	3,367	0.40	0.39	0.00	119.4	118.0	-1.3
51	아모레G	32	10,060	3,219	0.38	0.38	0.00	114.1	112.9	-1.3
52	효성	58	5,338	3,096	0.37	0.36	0.00	109.8	108.5	-1.2
53	현대건설	66	4,321	2,852	0.34	0.33	0.00	101.1	100.0	-1.1
54	롯데쇼핑	37	7,511	2,779	0.33	0.32	0.00	98.5	97.4	-1.1
55	CJ제일제당	60	4,615	2,769	0.33	0.32	0.00	98.2	97.1	-1.1

자료: KRX, Quantwise, 하나금융투자

표 7. 셀트리온 이전상장 후 12월 신규상장 특례편입 감안한 KOSPI200 종목비중 및 추종자금 변화 추정 (2)

구분	종목명	유동 비율 (%)	시가총액(십억원)		KOSPI200 예상 편입비중			KOSPI200 추종 자금(십억원)		
			현 시총	유동 시총	현재 (A, %)	셀트리온 편입 후 (B, %)	유동비율 변화 (B-A, %pt)	현재 (A)	셀트리온 편입 후 (B)	추종자금 변화 (B-A)
56	BNK금융지주	84	3,250	2,730	0.32	0.32	0.00	96.8	95.7	-1.1
57	한미약품	59	4,599	2,714	0.32	0.32	0.00	96.2	95.1	-1.1
58	현대해상	67	4,005	2,683	0.32	0.31	0.00	95.1	94.1	-1.1
59	현대글로벌비스	49	5,381	2,637	0.31	0.31	0.00	93.5	92.5	-1.0
60	한국금융지주	73	3,611	2,636	0.31	0.31	0.00	93.5	92.4	-1.0
61	삼성중공업	63	4,134	2,604	0.31	0.30	0.00	92.3	91.3	-1.0
62	CJ	47	5,194	2,441	0.29	0.29	0.00	86.5	85.6	-1.0
63	LG이노텍	60	4,000	2,400	0.28	0.28	0.00	85.1	84.1	-0.9
64	오리온	60	3,819	2,291	0.27	0.27	0.00	81.2	80.3	-0.9
65	에스원	64	3,450	2,208	0.26	0.26	0.00	78.3	77.4	-0.9
66	KCC	55	4,011	2,206	0.26	0.26	0.00	78.2	77.4	-0.9
67	대림산업	77	2,833	2,181	0.26	0.25	0.00	77.3	76.5	-0.9
68	삼성증권	68	3,206	2,180	0.26	0.25	0.00	77.3	76.4	-0.9
69	한온시스템	31	6,833	2,118	0.25	0.25	0.00	75.1	74.3	-0.8
70	현대산업	75	2,718	2,038	0.24	0.24	0.00	72.3	71.5	-0.8
71	한화	57	3,527	2,010	0.24	0.23	0.00	71.3	70.5	-0.8
72	BGF리테일	49	4,078	1,998	0.24	0.23	0.00	70.8	70.1	-0.8
73	NH투자증권	51	3,855	1,966	0.23	0.23	0.00	69.7	68.9	-0.8
74	대한항공	63	3,078	1,939	0.23	0.23	0.00	68.7	68.0	-0.8
75	OCI	70	2,588	1,811	0.21	0.21	0.00	64.2	63.5	-0.7
76	유한양행	68	2,654	1,805	0.21	0.21	0.00	64.0	63.3	-0.7
77	한미사이언스	32	5,580	1,786	0.21	0.21	0.00	63.3	62.6	-0.7
78	한국가스공사	44	4,034	1,775	0.21	0.21	0.00	62.9	62.2	-0.7
79	호텔신라	78	2,253	1,757	0.21	0.21	0.00	62.3	61.6	-0.7
80	한화생명	29	6,045	1,753	0.21	0.20	0.00	62.2	61.5	-0.7
81	삼성엔지니어링	76	2,048	1,557	0.18	0.18	0.00	55.2	54.6	-0.6
82	만도	69	2,193	1,513	0.18	0.18	0.00	53.6	53.1	-0.6
83	한샘	42	3,507	1,473	0.17	0.17	0.00	52.2	51.6	-0.6
84	CJ대한통운	38	3,707	1,409	0.17	0.16	0.00	49.9	49.4	-0.6
85	LS	53	2,621	1,389	0.16	0.16	0.00	49.3	48.7	-0.5
86	GS건설	70	1,975	1,382	0.16	0.16	0.00	49.0	48.5	-0.5
87	대우건설	48	2,864	1,375	0.16	0.16	0.00	48.7	48.2	-0.5
88	한화테크윈	68	1,978	1,345	0.16	0.16	0.00	47.7	47.2	-0.5
89	금호석유	57	2,349	1,339	0.16	0.16	0.00	47.5	46.9	-0.5
90	신세계	72	1,851	1,333	0.16	0.16	0.00	47.3	46.7	-0.5
91	제일기획	60	2,157	1,294	0.15	0.15	0.00	45.9	45.4	-0.5
92	현대백화점	61	2,116	1,291	0.15	0.15	0.00	45.8	45.2	-0.5
93	메리츠증권	46	2,725	1,254	0.15	0.15	0.00	44.5	44.0	-0.5
94	코오롱인더	62	1,997	1,238	0.15	0.14	0.00	43.9	43.4	-0.5
95	팬오션	37	3,260	1,206	0.14	0.14	0.00	42.8	42.3	-0.5
96	SK케미칼	76	1,570	1,193	0.14	0.14	0.00	42.3	41.8	-0.5
97	현대미포조선	57	1,944	1,108	0.13	0.13	0.00	39.3	38.9	-0.4
98	두산인프라코어	64	1,726	1,105	0.13	0.13	0.00	39.2	38.7	-0.4
99	두산중공업	59	1,836	1,084	0.13	0.13	0.00	38.4	38.0	-0.4
100	SK네트웍스	59	1,824	1,076	0.13	0.13	0.00	38.2	37.7	-0.4
101	농심	50	2,150	1,075	0.13	0.13	0.00	38.1	37.7	-0.4
102	롯데제과	37	2,871	1,062	0.13	0.12	0.00	37.7	37.2	-0.4
103	한국콜마	77	1,329	1,024	0.12	0.12	0.00	36.3	35.9	-0.4
104	녹십자	46	2,174	1,000	0.12	0.12	0.00	35.5	35.1	-0.4
105	GS리테일	35	2,834	992	0.12	0.12	0.00	35.2	34.8	-0.4
106	현대위아	57	1,694	966	0.11	0.11	0.00	34.2	33.9	-0.4
107	포스코대우	37	2,591	959	0.11	0.11	0.00	34.0	33.6	-0.4
108	삼성카드	23	4,148	954	0.11	0.11	0.00	33.8	33.4	-0.4
109	한전KPS	49	1,924	943	0.11	0.11	0.00	33.4	33.1	-0.4
110	풍산	64	1,460	934	0.11	0.11	0.00	33.1	32.8	-0.4

자료: KRX, Quantiwise, 하나금융투자

표 8. 셀트리온 이전상장 후 12월 신규상장 특례편입 감안한 KOSPI200 종목비중 및 추종자금 변화 추정 (3)

구분	종목명	유동 비율 (%)	시가총액(십억원)		KOSPI200 예상 편입비중			KOSPI200 추종 자금(십억원)		
			현 시총	유동 시총	현재 (A, %)	셀트리온 편입 후 (B, %)	유동비율 변화 (B-A, %pt)	현재 (A)	셀트리온 편입 후 (B)	추종자금 변화 (B-A)
111	오뚜기	36	2,577	928	0.11	0.11	0.00	32.9	32.5	-0.4
112	LS산전	52	1,758	914	0.11	0.11	0.00	32.4	32.1	-0.4
113	녹십자홀딩스	53	1,714	909	0.11	0.11	0.00	32.2	31.9	-0.4
114	현대홈쇼핑	57	1,566	893	0.11	0.10	0.00	31.6	31.3	-0.4
115	영진약품	48	1,856	891	0.11	0.10	0.00	31.6	31.2	-0.4
116	현대엘리베이	69	1,274	879	0.10	0.10	0.00	31.2	30.8	-0.3
117	LG상사	74	1,169	865	0.10	0.10	0.00	30.7	30.3	-0.3
118	롯데칠성	46	1,871	860	0.10	0.10	0.00	30.5	30.2	-0.3
119	현대로템	56	1,522	852	0.10	0.10	0.00	30.2	29.9	-0.3
120	LG넥스원	50	1,650	825	0.10	0.10	0.00	29.3	28.9	-0.3
121	대한유화	49	1,680	823	0.10	0.10	0.00	29.2	28.9	-0.3
122	현대그린푸드	52	1,583	823	0.10	0.10	0.00	29.2	28.9	-0.3
123	SKC	53	1,548	821	0.10	0.10	0.00	29.1	28.8	-0.3
124	코스맥스	72	1,136	818	0.10	0.10	0.00	29.0	28.7	-0.3
125	CJ CGV	61	1,335	815	0.10	0.10	0.00	28.9	28.6	-0.3
126	동서	31	2,617	811	0.10	0.09	0.00	28.8	28.4	-0.3
127	이노션	57	1,398	797	0.09	0.09	0.00	28.3	27.9	-0.3
128	두산	28	2,839	795	0.09	0.09	0.00	28.2	27.9	-0.3
129	동국제강	72	1,088	783	0.09	0.09	0.00	27.8	27.5	-0.3
130	하이트진로	44	1,774	781	0.09	0.09	0.00	27.7	27.4	-0.3
131	롯데정밀화학	68	1,085	738	0.09	0.09	0.00	26.2	25.9	-0.3
132	영원무역	49	1,467	719	0.08	0.08	0.00	25.5	25.2	-0.3
133	일진머티리얼즈	44	1,633	718	0.08	0.08	0.00	25.5	25.2	-0.3
134	한솔케미칼	78	904	705	0.08	0.08	0.00	25.0	24.7	-0.3
135	종근당	67	1,026	687	0.08	0.08	0.00	24.4	24.1	-0.3
136	부광약품	70	972	680	0.08	0.08	0.00	24.1	23.8	-0.3
137	GKL	49	1,367	670	0.08	0.08	0.00	23.8	23.5	-0.3
138	후성	51	1,118	570	0.07	0.07	0.00	20.2	20.0	-0.2
139	LG하우시스	67	828	555	0.07	0.06	0.00	19.7	19.4	-0.2
140	동부하이텍	78	681	531	0.06	0.06	0.00	18.8	18.6	-0.2
141	휴켄스	53	977	518	0.06	0.06	0.00	18.4	18.2	-0.2
142	한국단자	64	800	512	0.06	0.06	0.00	18.2	17.9	-0.2
143	한국타이어월드와이드	25	2,046	512	0.06	0.06	0.00	18.1	17.9	-0.2
144	아이에스동서	46	1,057	486	0.06	0.06	0.00	17.2	17.1	-0.2
145	LF	61	797	486	0.06	0.06	0.00	17.2	17.0	-0.2
146	한올바이오파마	69	692	478	0.06	0.06	0.00	16.9	16.7	-0.2
147	JW중외제약	57	836	477	0.06	0.06	0.00	16.9	16.7	-0.2
148	한라홀딩스	71	668	474	0.06	0.06	0.00	16.8	16.6	-0.2
149	일양약품	69	675	466	0.06	0.05	0.00	16.5	16.3	-0.2
150	금호타이어	58	803	466	0.06	0.05	0.00	16.5	16.3	-0.2
151	대웅제약	39	1,188	463	0.05	0.05	0.00	16.4	16.2	-0.2
152	태광산업	33	1,391	459	0.05	0.05	0.00	16.3	16.1	-0.2
153	한일시멘트	46	977	449	0.05	0.05	0.00	15.9	15.8	-0.2
154	대상	56	800	448	0.05	0.05	0.00	15.9	15.7	-0.2
155	한섬	55	814	448	0.05	0.05	0.00	15.9	15.7	-0.2
156	넥센타이어	34	1,309	445	0.05	0.05	0.00	15.8	15.6	-0.2
157	S&T모티브	63	687	433	0.05	0.05	0.00	15.4	15.2	-0.2
158	한세실업	41	1,052	431	0.05	0.05	0.00	15.3	15.1	-0.2
159	롯데푸드	50	849	425	0.05	0.05	0.00	15.1	14.9	-0.2
160	세아베스틸	34	1,169	397	0.05	0.05	0.00	14.1	13.9	-0.2
161	동아에스티	59	671	396	0.05	0.05	0.00	14.0	13.9	-0.2
162	동아쏘시오홀딩스	55	715	393	0.05	0.05	0.00	13.9	13.8	-0.2
163	삼양홀딩스	44	861	379	0.04	0.04	0.00	13.4	13.3	-0.1
164	락앤락	35	1,070	374	0.04	0.04	0.00	13.3	13.1	-0.1
165	대덕전자	63	583	367	0.04	0.04	0.00	13.0	12.9	-0.1

자료: KRX, Quantwise, 하나금융투자

표 9. 셀트리온 이전상장 후 12월 신규상장 특례편입 감안한 KOSPI200 종목비중 및 추종자금 변화 추정 (4)

구분	종목명	유동 비율 (%)	시가총액(십억원)		KOSPI200 예상 편입비중			KOSPI200 추종 자금(십억원)		
			현 시총	유동 시총	현재 (A, %)	셀트리온 편입 후 (B, %)	유동비율 변화 (B-A, %pt)	현재 (A)	셀트리온 편입 후 (B)	추종자금 변화 (B-A)
166	영풍	16	2,175	348	0.04	0.04	0.00	12.3	12.2	-0.1
167	신도리코	49	665	326	0.04	0.04	0.00	11.6	11.4	-0.1
168	세아제강	49	651	319	0.04	0.04	0.00	11.3	11.2	-0.1
169	AK홀딩스	33	915	302	0.04	0.04	0.00	10.7	10.6	-0.1
170	쿠루전자	25	1,201	300	0.04	0.04	0.00	10.6	10.5	-0.1
171	한솔테크닉스	77	389	300	0.04	0.04	0.00	10.6	10.5	-0.1
172	쌍용양회	22	1,360	299	0.04	0.03	0.00	10.6	10.5	-0.1
173	오리온홀딩스	60	498	299	0.04	0.03	0.00	10.6	10.5	-0.1
174	삼양사	30	992	298	0.04	0.03	0.00	10.6	10.4	-0.1
175	세방전지	57	510	291	0.03	0.03	0.00	10.3	10.2	-0.1
176	빙그레	49	585	287	0.03	0.03	0.00	10.2	10.1	-0.1
177	SPC삼립	22	1,273	280	0.03	0.03	0.00	9.9	9.8	-0.1
178	한진중공업	65	420	273	0.03	0.03	0.00	9.7	9.6	-0.1
179	JW홀딩스	50	531	265	0.03	0.03	0.00	9.4	9.3	-0.1
180	SBS	60	442	265	0.03	0.03	0.00	9.4	9.3	-0.1
181	광동제약	59	443	262	0.03	0.03	0.00	9.3	9.2	-0.1
182	동양	54	480	259	0.03	0.03	0.00	9.2	9.1	-0.1
183	무학	48	527	253	0.03	0.03	0.00	9.0	8.9	-0.1
184	에스엘	41	613	251	0.03	0.03	0.00	8.9	8.8	-0.1
185	현대리바트	68	369	251	0.03	0.03	0.00	8.9	8.8	-0.1
186	한국셀석유	47	517	243	0.03	0.03	0.00	8.6	8.5	-0.1
187	유니드	54	436	236	0.03	0.03	0.00	8.4	8.3	-0.1
188	동원F&B	29	756	219	0.03	0.03	0.00	7.8	7.7	-0.1
189	한전기술	32	684	219	0.03	0.03	0.00	7.8	7.7	-0.1
190	고려제강	31	664	206	0.02	0.02	0.00	7.3	7.2	-0.1
191	쌍용차	27	733	198	0.02	0.02	0.00	7.0	6.9	-0.1
192	동아타이어	35	550	193	0.02	0.02	0.00	6.8	6.8	-0.1
193	남해화학	41	469	192	0.02	0.02	0.00	6.8	6.7	-0.1
194	남양유업	41	466	191	0.02	0.02	0.00	6.8	6.7	-0.1
195	동원시스템즈	14	1,286	180	0.02	0.02	0.00	6.4	6.3	-0.1
196	대교	25	710	177	0.02	0.02	0.00	6.3	6.2	-0.1
197	경방	43	389	167	0.02	0.02	0.00	5.9	5.9	-0.1
198	팜스코	41	406	166	0.02	0.02	0.00	5.9	5.8	-0.1
199	보령제약	47	347	163	0.02		-0.02	5.8	-	-5.8
200	에이블씨엔씨	42	262	110	0.01	0.01	0.00	3.9	3.9	0.0
신규	셀트리온	62	15,661	9,710		1.13	1.13		340.4	340.4

자료: KRX, Quantwise, 하나금융투자

[Bottom-up] 2022년까지 지속될 고성장

1) 목표주가 180,000원

목표주가 180,000원

셀트리온에 대해 목표주가를 기존 145,000원에서 180,000원으로 '상향' 조정하며, 투자 의견 '매수' 유지한다. 2018년 순이익 4,480억원을 기준으로 기존과 같이 PER 50배 유지하였다. 미국시장이 본격적으로 증가하는 2019년의 순이익 7,300억원을 기준으로 보면 목표주가는 PER 30배 수준으로 떨어지게 된다. 과거 제네릭 시장이 열렸을 때 first mover였던 이스라엘의 Teva사가 1993년부터 1997년까지 평균 PER 37배였던 점을 감안하였을 때, 셀트리온은 제네릭에 비해 진입장벽이 높고 매출성장률이 높게 나오는 바이오시밀러 개발사라는 점을 고려 PER 50배는 큰 무리는 아니라고 판단된다.

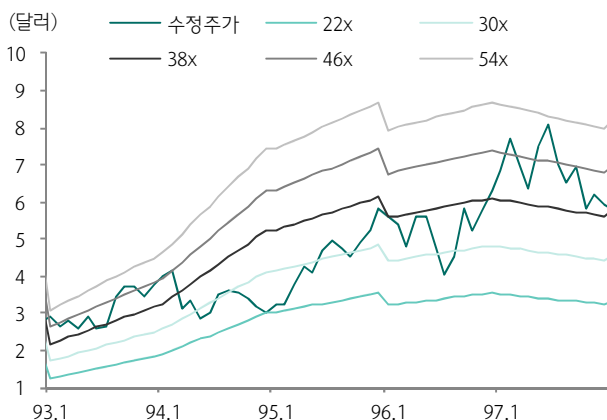
표 10. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

항목	금액
영업가치	22,400
2018년 예상 순이익	448
P/E	50
자사주	64
순부채	(474)
적정자본가치	22,874
주식 수(1,000주)	122,635
적정주가(원)	186,521

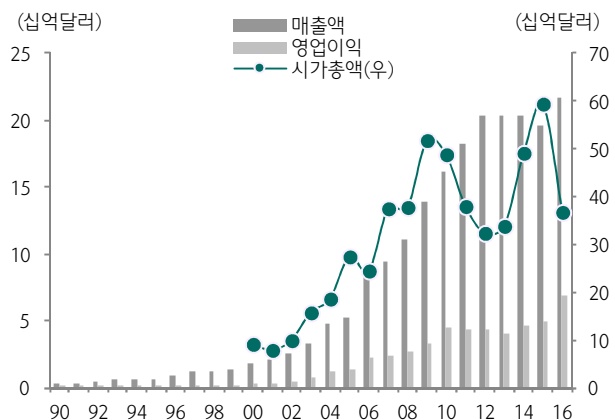
자료: 하나금융투자

그림 46. 테바사 PER 밴드 차트(93~97년)



자료: 하나금융투자

그림 47. 테바사의 매출현황 및 시가총액



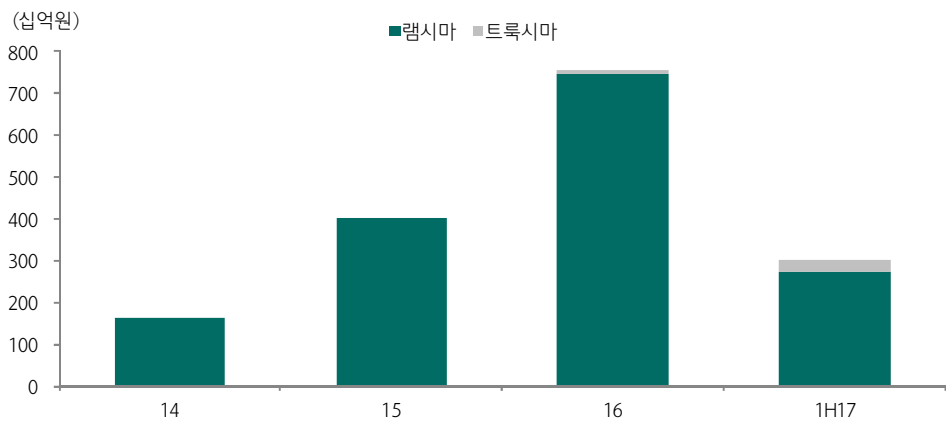
자료: 하나금융투자

2) 제품 포트폴리오 다변화

트룩시마와 허쥬마의 유럽과 미국에서의 승인일정에 따른 매출 다변화

그 동안 셀트리온의 매출액은 대부분 레미케이드 바이오시밀러인 램시마 매출에 기인한 것이었다. 셀트리온에서는 제품별로 매출액을 breakdown해 주지는 않지만 매달 공시되는 단일공급계약 내용과 실제 셀트리온헬스케어의 매출액 현황을 보더라도 대부분의 매출은 램시마에 의존하고 있었다. 셀트리온헬스케어 재고자산 1.6조원 중 1.2조원 가량이 램시마라는 점이 이러한 점을 뒷받침해주고 있다. 그러나 2017년 4월부터 트룩시마가 유럽 5개국(영국, 독일, 스페인, 네덜란드, 아일랜드)에 시판되면서 램시마에만 의존적이었던 매출구조가 다변화될 것으로 보이고 있다. 그리고 매출 다변화 속도는 트룩시마와 허쥬마의 유럽과 미국에서의 출시시점을 예상했을 때 더 빠르게 진행될 것으로 예상된다.

그림 48. 셀트리온헬스케어 제품별 매출액 현황



자료: 하나금융투자

표 11. 셀트리온 단일판매 및 공급계약체결

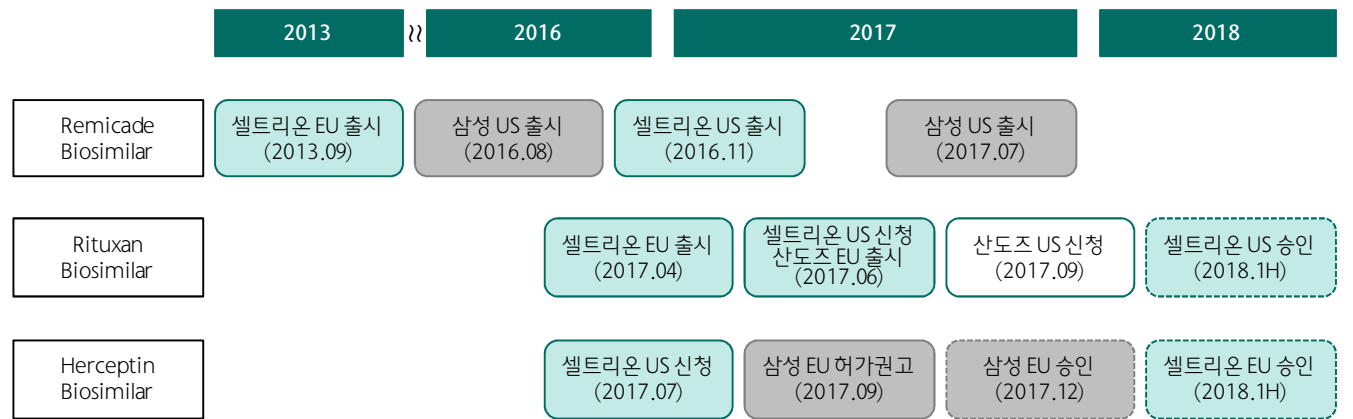
(단위: 십억원, %)

일자	계약상대방	계약금액	판매 및 공급계약 내용	해당 분기	해당 분기 매출액	매출액 대비 비중
2014-09-24	셀트리온헬스케어	80.0	램시마 판매	3Q14	84.6	94.6
2014-12-23	셀트리온헬스케어	80.0	램시마 판매	4Q14	83.6	95.7
2015-02-10	셀트리온헬스케어	77.1	램시마 판매	1Q15	81.7	94.4
2015-05-12	셀트리온헬스케어	133.0	램시마 판매	2Q15	148.9	89.3
2015-07-30	셀트리온헬스케어	135.1	램시마 판매	3Q15	149.5	90.3
2015-12-14	셀트리온헬스케어	119.2	램시마 판매	4Q15	148.6	80.2
2016-03-22	셀트리온헬스케어	85.2	램시마 판매	1Q16	90.9	93.7
2016-06-21	셀트리온헬스케어	145.6	램시마 판매	2Q16	159.9	91.0
2016-09-20	셀트리온헬스케어	134.9	램시마 판매	3Q16	146.5	92.1
2016-12-21	셀트리온헬스케어	149.1	램시마 판매	4Q16	180.2	82.7
2017-01-26	셀트리온헬스케어	53.3	램시마 판매	1Q17	175.8	94.9
2017-02-22	셀트리온헬스케어	56.8	램시마 판매	1Q17		
2017-03-27	셀트리온헬스케어	56.8	램시마 판매	1Q17		
2017-04-19	셀트리온헬스케어	60.4	램시마 판매	2Q17	216.3	92.5
2017-05-25	셀트리온헬스케어	67.5	램시마 판매	2Q17		
2017-06-22	셀트리온헬스케어	72.2	램시마, 트룩시마 판매	2Q17		
2017-07-26	셀트리온헬스케어	51.5	램시마, 트룩시마 판매	3Q17	-	-
2017-08-17	셀트리온헬스케어	57.0	램시마, 트룩시마 판매	3Q17		

주: 2017년부터 분기별 공시에서 월별 공시로 변경

자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 49. 셀트리온 제품 출시 일정 및 예상



자료: 하나금융투자

3) 램시마

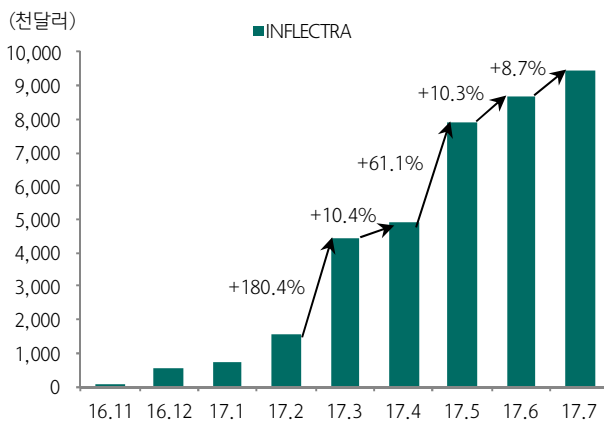
(1) 미국시장은 2019년부터 본격화

연초기대와는 다른 미국에서의
인플렉트라 침투속도

2016년 12월부터 시판되기 시작한 셀트리온의 램시마(미국 상품명: 인플렉트라)의 매출 증가는 올해 초 기대했던 것보다는 다소 부진한 흐름이다. 7월 미국 인플렉트라 처방금액은 945만 달러로 전월대비 8.7% 증가하는데 그쳤다. 6월 10.3% 증가에 이어 비슷한 수준의 증가율로 볼 수 있다. 2016년 말 램시마가 당시 유럽에서 35%의 점유율을 기록하고 있어서 미국시장에 대한 기대감도 상대적으로 컸었다.

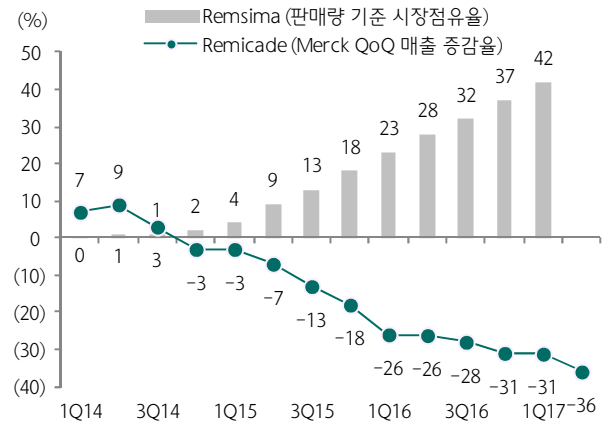
그러나 그림 4와 같이 램시마 시판 초기, 유럽에서의 시장 점유율은 매우 미미한 수준이었다. 2013년 9월부터 시판되었던 램시마는 2014년 평균 1%, 2015년 평균 11%로 천천히 시장에 침투하였으며, 시판된 지 2년이 지난 시점부터 본격적으로 점유율을 확대해가며 2017년 1분기 기준 약 42%의 시장을 점유하고 있다. 미국에서도 이러한 속도를 반영하면 미국 시장에서의 본격적인 매출확대는 2019년도부터 시작될 것으로 전망된다.

그림 50. 인플렉트라 월별 처방금액



자료: 심포니 엘스 솔루션, 하나금융투자

그림 51. 유럽에서의 램시마 분기별 판매추이



자료: 셀트리온, 하나금융투자

레미케이드의 2nd 바이오시밀러인
삼성바이오페스의 렌플렉시스

미국에서 레미케이드의 2nd 바이오시밀러인 머크와 삼성바이오페스의 렌플렉시스(Renflexis)가 예상보다 빠르게 올해 7월 출시되었다. 그러나 2016년 8월 유럽에서 출시된 플릭사비(Flixabi)의 매출액이 2017년 1분기 60만 달러, 2분기 190만 달러로 매우 저조한 실적을 기록하고 있다. 플릭사비보다 3년 먼저 유럽에서 출시된 셀트리온의 램시마가 1st 바이오시밀러로 이미 시장을 굳건히 장악한 상태라 시장 침투가 어렵기 때문으로 보고 있다.

<바이오시밀러 Naming>

일반적으로 모든 의약품은 상품명(brand name)과 성분명(International Non-proprietary Name, INN)이 있다. 같은 물질이라면 성분명은 동일하나, 상품명은 지역별 판매사에 따라 다르게 붙여질 수 있다. 따라서 같은 물질로 성분명은 같다 하더라도, 여러 개의 상품명에 존재할 수 있는데 삼성바이오페스가 개발한 레미케이드 바이오시밀러의 경우 유럽과 미국의 판매사가 달라서 지역별 상품명에 다르게 붙여졌다.

더불어 바이오시밀러의 경우 오리지널의약품과 성분명을 동일하게 사용할 수 있는지에 대한 논란이 존재하였는데, 유럽의 경우 동일한 성분명 사용이 가능하나 미국의 경우 오리지널의약품의 성분명에 알파벳 4개를 붙여서 오리지널 제품과 다른 제품임을 강조하고 있다.

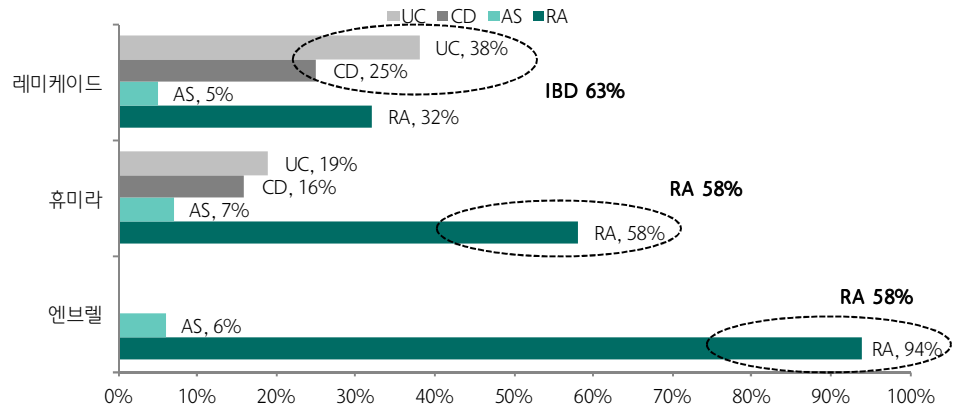
레미케이드의 바이오시밀러를 시판하고 있는 셀트리온과 삼성바이오페스의 성분명과 상품명에 정리하면 아래와 같다.

개발사	셀트리온		삼성바이오페스	
지역	유럽	미국	유럽	미국
판매사	화이자, 인플렉트라	화이자	바이오젠	머크
상품명	화이자: 인플렉트라 그외: 램시마	인플렉트라	플릭사비	렌플렉시스
성분명	Infiximab	Infiximab-dyyb	Infiximab	Infiximab-abda

오랜 기간 축적된 램시마의
임상 데이터

더불어 과도하게 일찍 출시된 램시마는 다른 바이오시밀러사가 단기간 구축하기 힘든 많은 양의 임상 데이터들을 확보해 놓은 상태이다. 1) 램시마는 지난 3년 이상 유럽에서 실제 처방된 약 10만건 이상의 처방데이터를 보유하고 있으며, 2) 류마티스 관절염 이외에 오리지널인 레미케이드 처방비중이 높은 염증성장질환(63%)에 대한 임상 데이터를 확보하였다. 작년 12월 유럽 크론병대장염학회(ECCO)가 염증성장질환(IBD) 환자들에게 램시마와 같은 바이오시밀러로의 스위칭 처방을 권고한다고 선언한 것은, 염증성장질환 환자의 임상데이터를 통해 램시마와 오리지널의약품 간의 유사성이 충분히 입증되었기 때문이다. 더불어 3) 노르웨이 정부의 지원으로 스위칭 임상을 통해 기존 오리지널의약품을 투여받던 환자가 바이오시밀러로 전환해도 아무런 문제가 없다는 것을 증명하였으며, 4) 대규모 PMS(Post Marketing Surveillance) 임상을 통해 시판 후 결과에 대해 꾸준히 모니터링 함으로써 제품에 대한 신뢰성을 계속 축적하고 있다. 따라서 미국에서 렌플렉시스의 조기 출시로 설령 단독으로 시판된 기간이 짧다 하더라도, 시장을 확대해 나가는 데는 큰 무리는 없을 것으로 예상된다.

그림 52. 레미케이드, 엔브렐, 휴미라 적응증별 매출 비중



자료: 하나금융투자

표 12. 램시마 임상 수행현황

스폰서	clinicaltrials identifier	개시일	종료일	환자수(명)	적응증	현황	목적	단계
Pfizer	NCT02605642	2015년 9월	2018년 12월	1500	RA, AS, PS	환자모집	Inflectra의 추적관찰 및 스위칭 임상	PMS
Pfizer	NCT02539368	2015년 4월	2019년 6월	3300	IBD, CD, UC	환자모집	inflectra의 추적관찰(IBD)	PMS
Assistance Publique - Hôpitaux de Paris	NCT02998398	2015년 10월	2016년 12월	262	RA, SpA, CD, Uveitis	환자모집 종료	Inflectra의 스위칭 임상	PMS
Pfizer	NCT02925338	2016년 10월	2020년 9월	1200	CD, UC, RA, AS, PA	환자모집 시작 전	Inflectra 투여 환자 삶의 질 개선 조사	PMS
Celltrion	NCT02326155	2014년 4월	2026년 6월	500	CD, UC	환자모집	Remsima의 효능 및 안전성 관찰	PMS
Celltrion	NCT02557308	2014년 8월	2026년 6월	1000	AS	환자모집	Remsima의 효능 및 안전성 관찰	PMS
Celltrion	NCT02557295	2013년12월	2026년 6월	950	RA	환자모집	Remsima의 효능 및 안전성 관찰	PMS
Diakonhjemmet Hospital	NCT02148640	2014년 10월	2017년 1월	482	RA, SA, PA, UC, CD, PC	환자모집 종료	Remicade-Remsima 스위치 임상	PMS

주: RA: 류마티스관절염, AS: 강직성척추염, PA: 건선성관절염, IBD: 염증성장질환, CD: 크론병, UC: 궤양성대장염, SpA(Spondyloarthritis): 척추관절염, Uveitis: 포도막염
자료: 하나금융투자

램시마 매출추정을 위한 가정

(2) 램시마 매출추정

유럽에서의 램시마는 2017년 점유율 50% 확대 이후 매출의 성장세는 꺾일 것으로 전망된다. 다만 미국에서는 2018년도부터 점유율 10%를 시작으로 2020년도 이후부터는 35% 점유율 확대를 기대해 본다.

램시마 매출추정은 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

- ▶ 각각의 오리지널의약품 매출액은 바이오시밀러가 출시되지 않은 상태를 가정한 매출액으로 전체 인플릭시맵(Infliximab)의 시장 규모를 추정하기 위함이다.
- ▶ 이러한 인플릭시맵 매출액은 최근 토파시티닙(tofacitinib, 상품명: 젤잔스)나 아프레밀라스트(apremilast, 상품명: 오테즐라)와 같은 경구용 자가면역질환 치료제들이 출시된 점을 고려하여 향후 성장세는 감소할 것으로 추정하였다.
- ▶ 미국시장에서 인플렉트라의 매출 성장세는 유럽 침투 속도를 고려하여 초기 예상했던 것보다 slow하게 증가하는 것으로 예상하였다.
- ▶ 유럽시장에서 2nd 레미케이드 바이오시밀러인 삼성바이오에피스의 플릭사비는 작년 9월부터 시판되고 있으나, 올해 1분기 60만 달러, 2분기 190만 달러의 매출을 기록, 시장 침투율이 미미한 점과 램시마의 압도적인 임상데이터 등을 고려했을 때, 2nd 바이오시밀러에 의한 점유율 하락은 1~2년 내에는 거의 없을 것으로 추정하였다.
- ▶ 유럽시장에서는 올해 50%를 정점으로 점유율은 피크에 도달할 것으로 예상되며, 향후 유럽시장 성장세는 둔화될 것으로 예측하였다.
- ▶ 현재 임상단계에 있는 레미케이드 바이오시밀러 제품은 산도즈사와 암젠사가 개발하고 있는 것으로 이미 출시된 플릭사비(렌플렉시스)와 램시마를 포함하면 레미케이드 바이오시밀러는 총 4개 제품으로 추정하였다.
- ▶ 유럽에서 현재 오리지널 대비 약 40% 할인된 가격으로 시판되고 있으며 신규 제품이 출시될 때마다 가격은 인하되어 향후 50%까지 가격을 하락할 것으로 예상하였다.
- ▶ 미국에서는 생각보다 빠르게 2nd 바이오시밀러인 렌플렉시스가 출시되면서 가격 인하 속도는 빨라지며 최종 60% 가격으로 안정화 될 것으로 예상하였다.
- ▶ 램시마의 경우 레미케이드 최초의 바이오시밀러로써 priority를 반영하여 최종적으로 미국에서는 약 35%, 유럽에서는 약 40%의 시장 점유율은 유지할 것으로 가정하였다.
- ▶ 아래 표 13에서 추정한 매출액은 셀트리온헬스케어로 쌓이는 재고는 고려하지 않은 수치이다.
- ▶ 셀트리온의 램시마 매출액은 글로벌 램시마 매출액의 약 40%로 가정하였다.
- ▶ 현재 1공장 5만리터 공장에서 생산되고 있는 램시마의 경우 내년부터 수율개선과 2019년도부터 상업용 생산이 가능한 1공장 증설(5만리터)로 공급부족 이슈는 발생하지 않을 것으로 예상하였다.

표 13. 램시마 매출 추정

(단위: 백만달러, 십억원)

	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Infliximab 매출액	9,729	10,292	10,647	10,972	11,248	11,510	11,694	11,795	11,858	11,811	11,647
yoy(%)	-1.6%	5.8%	3.5%	3.0%	2.5%	2.3%	1.6%	0.9%	0.5%	-0.4%	-1.4%
J&J 매출액(북미)	6,561	6,966	7,175	7,354	7,501	7,651	7,766	7,844	7,922	7,922	7,843
yoy(%)	-4.5%	6.2%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	0.0%	-1.0%
Merck 매출액(유럽)	2,491	2,615	2,733	2,856	2,970	3,074	3,135	3,167	3,167	3,135	3,072
yoy(%)	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%	3.5%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
이벤트	유럽 시판	미국 시판 삼성 유럽 시판	삼성 미국 시판		산도즈 미국, 유럽 시판		암젠 미국 시판				
Remsima 글로벌 매출액	187	628	1,003	1,372	1,941	2,298	2,336	2,281	1,822	1,815	1,791
북미시장 매출액	0	0	183	515	1,050	1,607	1,631	1,647	1,188	1,188	1,176
북미시장 가격		85%	85%	70%	70%	60%	60%	60%	50%	50%	50%
북미시장 점유율	0.0%	0.0%	3.0%	10.0%	20.0%	35.0%	35.0%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
셀트리온 US 매출			73	206	420	643	652	659	475	475	471
유럽시장 매출액	187	628	820	857	891	692	705	633	633	627	614
유럽시장 가격	50%	60%	60%	60%	60%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
유럽시장 점유율	15.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	45.0%	45.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
셀트리온 EU 매출			328	343	356	277	282	253	253	251	246
셀트리온 매출	75	251	401	549	776	919	935	912	729	726	716
셀트리온 매출 증가율		236.0%	59.8%	36.8%	41.5%	18.4%	1.7%	-2.4%	-20.1%	-0.3%	-1.3%

자료: 하나금융투자

(3) 램시마 피하주사제 출시

2019년 램시마 피하주사 제형제
유럽 출시

셀트리온은 현재 정맥주사 제형인 램시마를 피하주사제로 개발하여 임상 3상을 수행하고 있다. 2018년 상반기 유럽 신청서 제출을 목표로 하고 있는 바 유럽에서는 2019년부터 램시마 피하주사 제형 출시를 통한 시장 확대를 기대해 본다.

램시마 피하주사제 매출추정을 위한
가정

램시마 피하주사제 매출추정은 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

- ▶ 현재 피하주사제형으로 판매되는 엔브렐과 휴미라 시장의 극히 일부 침투 가능할 것으로 예상하였다.
- ▶ 레미케이드 시장은 최대 20%까지 점유할 수 있을 것으로 추정하였다.
- ▶ 2018년 2분기 유럽 EMA에 신청서를 제출할 것으로 예상되며, 2019년 하반기부터 유럽에서의 시판이 가능할 것으로 추정하였다.
- ▶ 2019년 미국에 신청서를 제출할 것으로 가정하였으며, 2020년부터 미국에서의 시판이 가능할 것으로 추정하였다.

표 14. 램시마 피하주사 제형 매출추정

(단위: 백만달러, 십억원)

	18	19	20	21	22	23	24	25
Remicade 매출액	10,972	11,248	11,510	11,694	11,795	11,858	11,811	11,647
yoy(%)	3.0%	2.5%	2.3%	1.6%	0.9%	0.5%	-0.4%	-1.4%
Enbrel 매출액	9,621	9,766	9,912	10,011	10,111	10,111	10,111	10,010
yoy(%)	2.0%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	-1.0%
Humira 매출액	20,347	22,382	24,172	26,106	27,412	28,782	29,646	30,535
yoy(%)	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%
이벤트	2분기 유럽 신청서 제출	하반기 유럽 시판/미국 신청서 제출	미국 시판					
Remicade 침투율		3%	8%	10%	15%	20%	20%	20%
Remicade 침투에 의한 매출액		337	921	1,169	1,769	2,372	2,362	2,329
Enbrel 침투율		1%	3%	4%	5%	5%	5%	5%
Enbrel 침투에 의한 매출액		98	297	400	506	506	506	501
Humira 침투율		1%	3%	4%	5%	5%	5%	5%
Humira 침투에 의한 매출액		224	725	1,044	1,371	1,439	1,482	1,527
Remsima 피하주사제 가격		80%	80%	70%	70%	70%	70%	70%
Remsima 피하주사 글로벌 매출액		527	1,555	1,830	2,552	3,021	3,045	3,050
셀트리온 매출		211	622	732	1,021	1,209	1,218	1,220
셀트리온 매출 증가율			194.9%	17.7%	39.5%	18.4%	0.8%	0.1%

자료: 하나금융투자

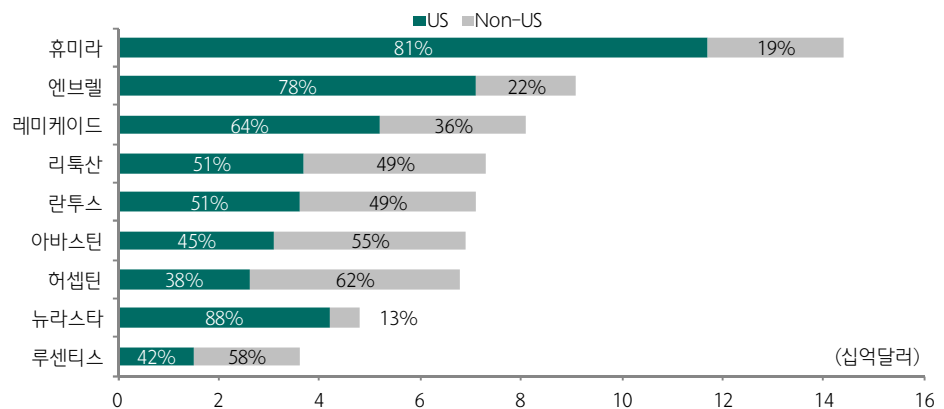
2017년 4월부터 트룩시마
유럽 5개국에서 시판

4) 트룩시마

셀트리온이 개발한 리툭산의 바이오시밀러인 트룩시마가 유럽에서 올해 2월 승인받은 이후, 4월부터 유럽 5개국(영국, 독일, 스페인, 네덜란드, 아일랜드)에서 출시되었다. 9월부터는 이탈리아와 프랑스에서 출시되고 그 이후 점차적으로 유럽 전역으로 확대 시판될 예정이다. 항암제의 특성 상 고가의 의약품인 관계로 유럽의 경우 그림 53과 같이 오리지널 제품의 비중이 다른 적응증의 의약품보다 높다. 생각보다 빠른 속도로 유럽시장에서 양호한 침투율을 보이며 올해 10% 달성도 가능할 것으로 전망된다. 다만 2nd 바이오시밀러인 산도즈사의 Rixathon이 올해 6월 유럽에서 시판 허가를 획득하면서 램시마와는 달리 후발주자가 바로 연이어 출시된 점은 향후 점유율 확보 측면에서 불리한 점으로 작용할 것으로 보인다.

트룩시마의 미국 파트너사인 Teva사가 올해 6월 미 FDA에 허가를 신청하면서 미국에서는 리툭산 바이오시밀러로는 최초로 출시될 가능성이 높아졌다. 미 FDA의 바이오시밀러 심사 기간이 과거보다 짧아진 점을 고려하면 내년 하반기 출시를 기대해 본다.

그림 53. 바이오의약품 매출 및 미국시장 비율



자료: 하나금융투자

트룩시마 매출추정을 위한 가정

트룩시마 매출추정은 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

- ▶오리지널의약품 리툭산의 매출액은 바이오시밀러가 출시되지 않은 상태를 가정한 매출액으로 전체 리툭시맵(Rituximab)의 시장 규모를 추정하기 위함이다
- ▶리툭산은 1997년 승인받은 의약품으로 2003~2013년 연평균 9%의 고성장을 지속해 왔으나, 2014년 출시된 임브루비카(Imbruvica)로 인해 바이오시밀러 출시 전 이미 성장률이 마이너스로 전환된 상태였으며, 전체 리툭산 매출액 추정에서도 이러한 추세를 반영하였다.
- ▶유럽시장에서 이미 2nd 바이오시밀러인 산도즈사의 릭사손(Rixathon)이 트룩시마와 4개월의 차이를 두고 승인받은 상태로 트룩시마의 시장점유율은 램시마보다는 낮은 것으로 예상된다.
- ▶트룩시마는 미국에서 2018년부터 시판 가능할 것으로 가정하였으며, 미국에서도 역시 1st 바이오시밀러로 출시될 것으로 가정하였다.
- ▶현재 임상단계에 있는 리툭산의 바이오시밀러 제품은 산도즈사와 암젠사가 개발하고 있는 것으로 이미 출시된 릭사손과 트룩시마를 포함하면 리툭산 바이오시밀러는 총 4개 제품으로 추정하였다.
- ▶트룩시마의 경우 리툭산 최초의 바이오시밀러로써 priority를 반영하여 최종적으로 미국과 유럽시장에서 모두 약 30% 시장 점유율은 유지할 것으로 가정하였다.
- ▶지역별 시장점유율은 로슈의 사업보고서를 토대로 미국이 50%, 유럽 30%, 그외 지역 20%로 가정하였다.
- ▶아래 표 15에서 추정한 매출액은 셀트리온헬스케어로 쌓이는 재고는 고려하지 않은 수치이다.
- ▶셀트리온의 트룩시마 매출액은 글로벌 트룩시마 매출액의 약 40%로 가정하였다

표 15. 트룩시마 매출추정

(단위: 백만달러, 십억원)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Rituxan 매출액	7,004	6,667	5,894	5,121	4,404	3,699	2,997	2,397	1,870
yoy(%)	-4.6%	-4.8%	-11.6%	-13.1%	-14.0%	-16.0%	-19.0%	-20.0%	-22.0%
바이오시밀러가 없다는 가정하의 매출액	7,178	7,070	6,964	6,825	6,688	6,521	6,358	6,167	5,982
yoy(%)	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-2.0%	-2.0%	-2.5%	-2.5%	-3.0%	-3.0%
이벤트	유럽시판, 산도즈 유럽시판	미국시판, 산도즈 미국시판		화이자, 암젠 미국, 유럽시판					
Truxima의 매출액	151	442	682	908	953	880	858	833	808
미국시장 매출액		124	244	478	602	587	572	555	538
미국시장 점유율		5%	10%	20%	30%	30%	30%	30%	30%
미국시장 판매가격		70%	70%	70%	60%	60%	60%	60%	60%
셀트리온 US 매출		49	97	191	241	235	229	222	215
유럽시장 매출액	151	318	439	430	351	293	286	278	269
유럽시장 점유율	10%	25%	35%	35%	35%	30%	30%	30%	30%
유럽시장 판매가격	70%	60%	60%	60%	50%	50%	50%	50%	50%
셀트리온 EU 매출	60	127	175	172	140	117	114	111	108
셀트리온 매출액	60	177	273	363	381	352	343	333	323
셀트리온 매출 증가율		193.2%	54.4%	33.0%	5.0%	-7.6%	-2.5%	-3.0%	-3.0%

자료: 하나금융투자

삼성바이오에피스의 온트루잔트
유럽 CHMP 긍정의견 획득
허셉틴 1st 바이오시밀러

5) 허췌마

9월 15일 삼성바이오에피스가 개발한 허셉틴 바이오시밀러인 온트루잔트(Ontruzant)가 유럽의약품청(EMA)의 약물사용자문위원회(CHMP)로부터 ‘긍정 의견’을 받았다. 일반적으로 CHMP가 긍정의견을 낸 뒤 2~3개월 내에 최종 판매허가가 이루어진다는 점을 고려하면, 연내 유럽에서의 승인이 가능할 것으로 예상된다. 이렇게 되면 온트루잔트는 유럽에서 승인받은 1st 바이오시밀러가 된다. 작년 8월 미국의 제네릭 회사인 마일란(Mylan)사는 유럽에 허셉틴 바이오시밀러의 승인신청서를 제출하면서 최초의 허셉틴 바이오시밀러로 허가받을 수 있을 것으로 기대하였으나, 생산 파트너사인 인도의 바이오콘(Biocon)사가 생산시설 문제로 지난달 신청을 자진 철회한 상태이다.

셀트리온은 작년 10월 유럽에 신청서를 제출하면서 삼성바이오에피스보다 한달 늦은 상황이다. 연말 빠듯한 일정 등을 고려하면 내년 초 CHMP 개최가 가능할 것으로 예상되어 내년 상반기 출시가 기대된다. 허췌마의 미국 파트너사인 테바사가 올해 7월 미 FDA에 허가를 신청하면서 허셉틴 바이오시밀러로는 최초로 미국 시장 출시가 기대된다. 역시 내년 하반기 시판이 가능할 것으로 예상된다.

허췌마 매출추정을 위한 가정

허췌마 매출추정은 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

▶오리지널의약품 허셉틴의 매출액은 바이오시밀러가 출시되지 않은 상태를 가정한 매출액으로 전체 트라스투췌맵(Trastuzumab)의 시장 규모를 추정하기 위함이다.

▶허셉틴과 마찬가지로 Her2-positive 유방암 환자를 타겟으로 2012년 승인받은 퍼제타(Perjeta)는 아직 허셉틴과의 병용투여 요법으로만 승인받았으며, 2013년 승인받은 허셉틴의 ADC 제형인 케사일라(Kadcyla) 또한 1차 요법으로는 승인받지 못하였으므로 두 제품이 기존 허셉틴의 매출에 크게 영향을 주지는 않을 것으로 판단하였다.

▶다만 장기적으로 보았을 때 향후 두 약품의 적응증 확대가 예상되므로, 허셉틴 자체의 매출 성장률은 지속적으로 감소할 것으로 전망된다.

▶허췌마는 승인신청서 제출시점으로 추정할 때 유럽에서는 2018년 상반기, 미국에서는 2018년 하반기 출시될 것으로 예상하였다.

▶최종적으로 시장에는 삼성바이오에피스, 셀트리온, 마일란/바이오콘, 암젠, 화이자 등 5개 회사의 제품이 출시될 것으로 가정하였다.

▶허췌마는 유럽에서 삼성바이오에피스의 온트루잔트에 이어 2nd 바이오시밀러로 최종적으로 약 20% 시장점유율을 확보할 수 있을 것으로 가정하였다.

▶지역별 시장점유율은 로슈의 사업보고서를 토대로 미국이 50%, 유럽 30%, 그외 지역 20%로 가정하였다.

▶아래 표 16에서 추정한 매출액은 셀트리온헬스케어로 쌓이는 재고는 고려하지 않은 수치이다.

▶셀트리온의 허췌마 매출액은 글로벌 허췌마 매출액의 약 40%로 가정하였다.

표 16. 허쥬마 매출추정

(단위: 백만달러, 십억원)

	18	19	20	21	22	23	24	25
Herceptin 매출액	6,450	5,915	5,381	4,843	4,300	3,763	3,247	2,764
yoy(%)	-4.2%	-8.3%	-9.0%	-10.0%	-11.2%	-12.5%	-13.7%	-14.9%
바이오시밀러가 없다는 가정하의 매출액	7,407	7,592	7,744	7,899	8,018	8,138	8,219	8,301
yoy(%)	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%
이벤트	동사, 삼성, 유럽 시판	동사, 삼성, 암젠 미국시판	화이자 미국, 유럽 시판					
Herzuma 글로벌 매출액	270	623	743	735	782	696	641	648
미국시장 매출액	104	213	325	379	481	391	395	398
미국시장 점유율	5%	10%	15%	20%	25%	20%	20%	20%
미국시장 판매가격	70%	70%	70%	60%	60%	60%	60%	60%
셀트리온 US 매출	41	85	130	152	192	156	158	159
유럽시장 매출액	167	410	418	355	301	305	247	249
유럽시장 점유율	15%	30%	30%	30%	25%	25%	20%	20%
유럽시장 판매가격	50%	60%	60%	50%	50%	50%	50%	50%
셀트리온 EU 매출	67	164	167	142	120	122	99	100
셀트리온 매출	189	436	520	514	547	487	449	453
셀트리온 매출 증가율		130.3%	19.4%	-1.2%	6.4%	-11.0%	-7.9%	1.0%

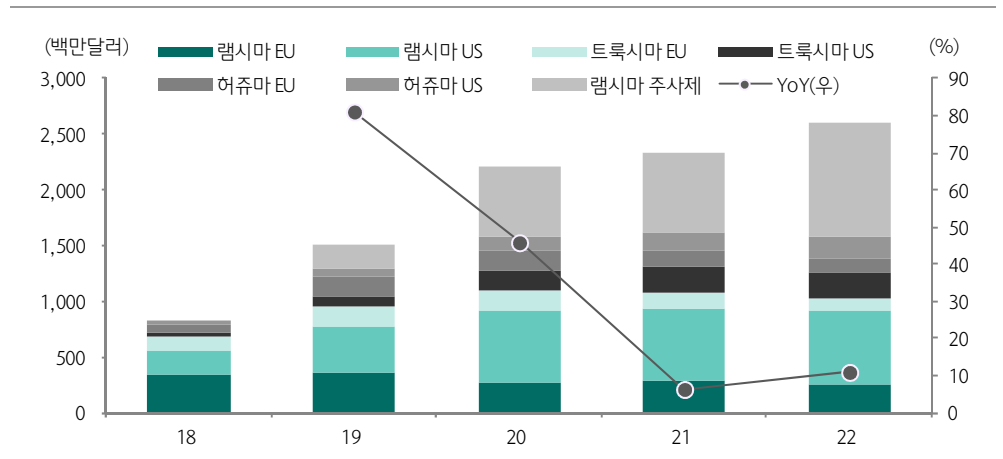
자료: 하나금융투자

6) 제품 포트폴리오 확대는 매출증가로

연이은 제품 출시는 매출증가로

현재 셀트리온의 매출액은 주로 램시마 한 제품에만 의존해 왔었다. 그러나 램시마의 미국 시장 진출과 올해부터 유럽에서 판매되기 시작한 트룩시마, 그리고 2018년 미국시장에서의 트룩시마 시판, 허쥬마의 유럽과 미국에서의 시판 일정을 고려할 때 향후 셀트리온의 매출액은 아래 그림과 같이 확대될 것으로 예상된다. 더불어 유럽에서 램시마의 성장 증가를 둔화하는 2019년 유럽에서 시판될 예정인 램시마의 피하주사 제형제가 이를 보완해 줄 것으로 예상되면서 매출액의 고성장세는 지속될 것으로 전망된다.

그림 54. 셀트리온 연도별 제품 매출액



자료: 하나금융투자

2019년도부터 셀트리온헬스케어의
재고자산 축적 이슈 해소

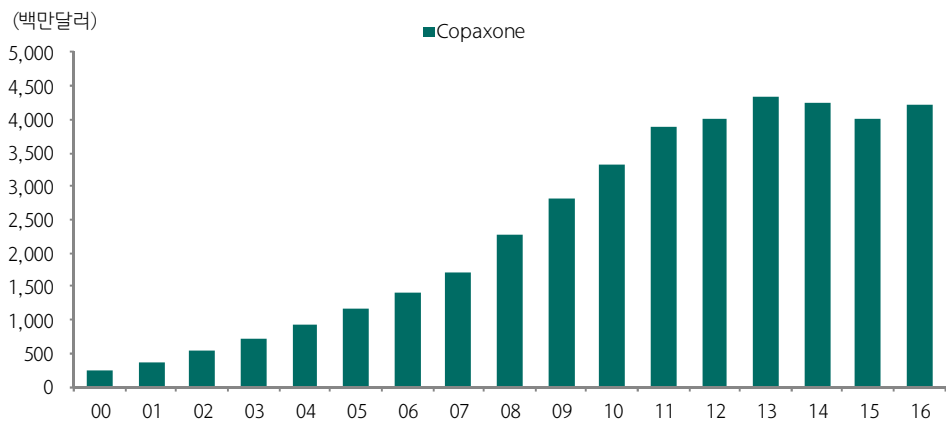
위 그림에서 추정된 셀트리온의 매출액은 셀트리온헬스케어로 쌓일 수 있는 재고자산을 전혀 고려하지 않은 값으로 미국시장이 본격적으로 열리기 전인 2018년까지는 셀트리온헬스케어의 재고자산이 계속 축적될 수 있다. 그러나 2019년 램시마가 미국시장을 35% 점유하면서 본격적으로 시장이 열리게 된다면, 글로벌 시장점유율로 추정된 셀트리온의 매출액이 실제 매출액과 동일해 질 수 있을 것으로 예상된다.

신약개발로 미래 성장동력 확보

바이오시밀러 시장이 성숙화 단계로 진입하면 물론 셀트리온의 매출액 고성장세도 주춤할 수 있다. 마치 출시된 지 4년이 지난 유럽시장의 램시마 성장률이 올해부터 둔화되고 있는 것처럼... 그러나 셀트리온은 휴미라와 아바스틴의 바이오시밀러 임상을 올해 하반기부터 시작할 예정이며, 5년 뒤 이들로부터 매출액 증가를 기대해 볼 수 있다. 물론 휴미라와 아바스틴의 경우 후발주자이기 때문에 램시마나 트룩시마와 같은 매출액 증가는 어려울 것으로 전망된다. 이를 대비해서 셀트리온은 현재 신약개발 회사들로부터 기술이전 대상이 될 수 있는 신약을 적극적으로 발굴하고 있으며, 이는 바이오시밀러로 확보한 풍부한 현금이 뒷받침되면서 가능할 것으로 예상된다.

미국의 대표적인 제네릭 회사인 테바사가 제네릭 판매로 확보한 현금을 신약개발에 투자하여 다발성경화증 치료제인 코팍손(Copaxone)을 개발하여 최대 4.5조원 가량의 매출액을 기록한 블록버스터를 개발한 것처럼 셀트리온도 현재 이를 위한 투자를 지속하고 있다.

그림 55. 코팍손 연도별 매출액



주: 코팍손은 2015년 특허만료됨
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	603.4	670.6	915.2	1,094.3	1,699.6
매출원가	234.6	274.0	319.3	360.2	543.9
매출총이익	368.8	396.6	595.9	734.1	1,155.7
판매비	109.9	146.9	112.6	134.1	187.0
영업이익	259.0	249.7	483.2	600.0	968.8
금융손익	(31.2)	(9.8)	(6.9)	(3.0)	5.1
종속/관계기업손익	0.2	0.6	0.8	0.9	1.0
기타영업외손익	(64.9)	(11.2)	(0.3)	(0.5)	(0.6)
세전이익	163.1	229.3	476.8	597.4	974.3
법인세	4.8	48.9	114.4	143.4	233.8
계속사업이익	158.3	180.5	362.4	454.0	740.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	158.3	180.5	362.4	454.0	740.5
비배주주지분 순이익	4.2	2.5	4.9	6.2	10.1
지배주주순이익	154.1	178.0	357.5	447.8	730.4
지배주주지분포괄이익	159.2	176.0	357.4	447.8	730.3
NOPAT	251.3	196.5	367.3	456.0	736.3
EBITDA	341.1	338.4	585.4	704.5	1,075.5
성장성(%)					
매출액증가율	28.1	11.1	36.5	19.6	55.3
NOPAT증가율	58.3	(21.8)	86.9	24.1	61.5
EBITDA증가율	22.8	(0.8)	73.0	20.3	52.7
영업이익증가율	28.5	(3.6)	93.5	24.2	61.5
(지배주주)순이익증가율	36.7	15.5	100.8	25.3	63.1
EPS증가율	34.0	13.2	100.3	19.3	55.3
수익성(%)					
매출총이익률	61.1	59.1	65.1	67.1	68.0
EBITDA이익률	56.5	50.5	64.0	64.4	63.3
영업이익률	42.9	37.2	52.8	54.8	57.0
계속사업이익률	26.2	26.9	39.6	41.5	43.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,096.8	1,254.1	1,567.2	2,006.6	2,774.6
금융자산	167.4	276.0	694.1	1,252.6	2,129.6
현금성자산	149.9	268.4	683.8	1,240.2	2,110.4
매출채권 등	666.1	761.3	685.2	582.4	465.9
재고자산	233.8	184.8	147.8	125.6	113.1
기타유동자산	29.5	32.0	40.1	46.0	66.0
비유동자산	1,651.4	1,767.9	1,903.7	1,995.1	2,108.1
투자자산	23.4	21.9	29.9	35.7	55.5
금융자산	15.4	15.7	21.5	25.7	39.9
유형자산	897.6	867.9	908.0	958.0	1,018.1
무형자산	697.8	848.3	936.1	971.6	1,004.8
기타비유동자산	32.6	29.8	29.7	29.8	29.7
자산총계	2,748.2	3,021.9	3,470.9	4,001.7	4,882.7
유동부채	665.8	610.3	695.1	770.6	906.8
금융부채	540.5	471.0	521.0	571.0	621.0
매입채무 등	65.8	79.4	108.3	129.5	201.2
기타유동부채	59.5	59.9	65.8	70.1	84.6
비유동부채	272.6	212.7	214.5	215.7	220.0
금융부채	270.9	208.0	208.0	208.0	208.0
기타비유동부채	1.7	4.7	6.5	7.7	12.0
부채총계	938.4	823.0	909.5	986.3	1,126.9
지배주주지분	1,694.2	2,053.7	2,411.1	2,859.0	3,589.3
자본금	112.4	116.6	122.4	128.8	135.6
자본잉여금	648.6	747.6	747.6	747.6	747.6
자본조정	(69.4)	14.3	14.3	14.3	14.3
기타포괄이익누계액	8.5	6.5	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	994.0	1,168.7	1,520.3	1,961.7	2,685.4
비지배주주지분	115.6	145.3	150.3	156.4	166.5
자본총계	1,809.8	2,199.0	2,561.4	3,015.4	3,755.8
순금융부채	644.0	403.0	34.8	(473.6)	(1,300.7)

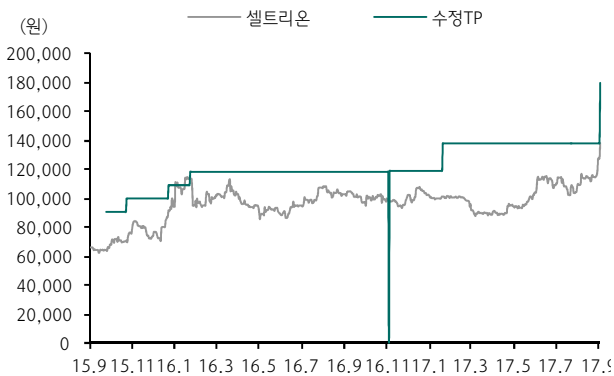
투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,286	1,456	2,917	3,479	5,403
BPS	14,623	16,794	19,685	21,168	25,306
CFPS	2,939	3,023	4,774	5,470	7,954
EBITDAPS	2,847	2,767	4,777	5,472	7,956
SPS	5,035	5,484	7,468	8,500	12,574
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	62.6	73.8	47.4	39.8	25.6
PBR	5.5	6.4	7.0	6.5	5.5
PCFR	27.4	35.5	29.0	25.3	17.4
EV/EBITDA	30.1	38.6	29.3	23.6	14.7
PSR	16.0	19.6	18.5	16.3	11.0
재무비율(%)					
ROE	10.5	9.5	16.0	17.0	22.7
ROA	6.1	6.2	11.0	12.0	16.4
ROIC	11.1	7.8	14.1	17.8	29.7
부채비율	51.8	37.4	35.5	32.7	30.0
순부채비율	35.6	18.3	1.4	(15.7)	(34.6)
이자보상배율(배)	8.7	17.7	36.3	42.1	63.7

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	77.6	250.9	612.2	706.7	1,041.0
당기순이익	158.3	180.5	362.4	454.0	740.5
조정	173.2	144.0	108.2	106.9	100.9
감가상각비	82.2	88.7	102.1	104.5	106.7
외환거래손익	6.2	(0.8)	1.5	4.0	5.5
지분법손익	(0.2)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.0)
기타	85.0	56.7	5.4	(0.7)	(10.3)
영업활동 자산부채 변동	(253.9)	(73.6)	141.6	145.8	199.6
투자활동 현금흐름	(166.9)	(162.5)	(233.6)	(186.0)	(205.6)
투자자산감소(증가)	(15.7)	2.3	(7.2)	(4.9)	(18.8)
유형자산감소(증가)	(50.6)	(14.1)	(80.0)	(90.0)	(100.0)
기타	(100.6)	(150.7)	(146.4)	(91.1)	(86.8)
재무활동 현금흐름	130.4	28.7	36.1	35.4	34.5
금융부채증가(감소)	(72.0)	(132.5)	50.0	50.0	50.0
자본증가(감소)	286.9	99.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.5)	61.4	(13.9)	(14.6)	(15.5)
배당지급	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.2	118.5	415.4	556.5	870.2
Unlevered CFO	352.1	369.7	585.1	704.2	1,075.2
Free Cash Flow	27.0	236.7	532.2	616.7	941.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.9.19	BUY	180,000		
17.2.6	BUY	138,180	-25.86%	-7.58%
16.11.22	BUY	119,120	-15.68%	-9.17%
16.11.21	Analyst Change			-
16.2.11	BUY	118,481	-16.50%	-4.29%
16.1.11	BUY	109,224	-2.38%	5.22%
15.11.12	BUY	99,968	-20.78%	-8.01%
15.10.14	BUY	90,712	-22.30%	-18.78%

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	87.6%	11.7%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 9월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김용구/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 2017년 9월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김용구/선민정)는 2017년 9월 19일 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 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.