

셀트리온 (068270)

렉키로나주가 본격적으로 판매되면 큰 폭의 실적 개선

전형적인 상저하교

셀트리온의 1분기 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 33.2% 증가한 4,967억원, 영업이익은 약 63% 증가한 1,959억원 (OPM, 39.4%)으로 추정된다. 작년 4분기 렉키로나주를 생산하기 위해 생산설비는 할당이 되었는데, 렉키로나주가 셀트리온헬스케어로 공급되지 않으면서 예상보다 부진한 실적을 시현하였다. 그러나 1분기 셀트리온헬스케어로 렉키로나주의 공급계약이 체결되면서 셀트리온의 실적은 정상화될 것으로 전망된다. 이번에 공급되는 렉키로나주는 2020년 생산 분인 약 10만 도즈로 보이며 이로 인한 매출 규모는 약 600억원으로 추정하였다.

렉키로나주 생산으로 램시마SC 연간 매출은 감소

렉키로나주는 현재 1공장에서 생산되고 있다. 추정컨데 1공장에서 생산되던 램시마SC의 생산 라인을 렉키로나주로 변경한 것으로 보인다. 램시마SC는 2019년부터 공급되기 시작, 셀트리온헬스케어로 공급된 규모는 총 8,168억원에 이르지만, 2020년 1분기부터 유럽에서 시판되기 시작한 램시마 SC는 작년 연간 약 400억원 매출을 올리는데 그쳤다. 현재 셀트리온헬스케어는 약 8,000억원에 육박하는 램시마SC를 재고로 보유하고 있는 것으로 추정, 재고 사정이 여유로운 램시마SC의 생산라인을 렉키로나주로 변경하여 생산하고 있는 것으로 판단된다. 따라서 올해 램시마SC 생산은 감소, 매출 규모는 전년 대비 약 38% 감소할 것으로 추정된다.

셀트리온의 생산라인을 감안하면 렉키로나주 생산은?

셀트리온은 렉키로나주의 생산 규모를 최대 320만 도즈로 언급하고 있으나, 현실적으로 판단할 때 현재 확보된 1공장에서의 130만 도즈를 올해 생산할 것으로 추정된다. 이로 인해 올해 셀트리온의 렉키로나주 매출 규모를 작년에 생산된 10만 도즈를 더해 약 140만 도즈라고 가정 시 셀트리온 헬스케어의 공급가 60만원을 적용하면 약 8,400억원으로 추정된다. 물론 향후 렉키로나주의 수요가 크게 증가하면 생산라인을 확대할 수 있으나, 현재 셀트리온의 공장 규모와 생산 중인 품목 수를 고려할 때 당장 올해 추정을 크게 증가 시키기는 어렵다. 실제 공급계약 체결 규모를 보면서 향후 렉키로나주의 생산 규모는 확대시킬 수 있다. 이로 인해 셀트리온의 이익 추정 규모가 감소, 목표주가를 36만원으로 하향한다.

셀트리온은 3월 26일 유럽 EMA로부터 렉키로나주의 조건부 승인을 획득하였으나, 아직은 이에 대한 기대감이 주가에 반영되지는 않았다. 실제 각 국가들과 공급계약을 체결하게 되면 주가는 분명 반등할 것으로 기대된다. 물론 5월 재개되는 공매도로 인해 셀트리온에 대한 투자 심리는 위축되어 있다. 그러나 렉키로나주 공급계약 체결로 큰 폭의 실적 개선을 확인한 뒤에 셀트리온 주가를 매수하게 된다면 늦는다. 공매도가 재개된다 하더라도 그 동안 이미 셀트리온 주가는 조정 받은 상태라 큰 폭으로 주가가 하락하는 상황은 발생하지 않을 것으로 예상된다. 30만원대에서 견조하게 유지되고 있는 현재, 저점 매수를 시도해야 하는 시점이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 360,000원(하향) | CP(4월 16일): 308,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,198.62
52주 최고/최저(원)	396,240/199,839
시가총액(십억원)	41,588.5
시가총액비중(%)	1.86
발행주식수(천주)	137,703.4
60일 평균 거래량(천주)	925.6
60일 평균 거래대금(십억원)	298.7
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.33
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 70 인	22.79
국민연금공단	7.91
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.9 22.3 45.9
상대	(0.4) (10.5) (15.3)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,496.8	2,769.3
영업이익(십억원)	1,041.8	1,151.8
순이익(십억원)	816.6	910.1
EPS(원)	6,008	6,655
BPS(원)	30,679	37,825

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,128.5	1,849.1	2,911.4	2,880.8	2,855.0
영업이익	십억원	378.1	712.1	1,393.1	1,358.0	1,260.5
세전이익	십억원	378.6	650.7	1,367.0	1,328.1	1,222.3
순이익	십억원	297.6	511.3	1,069.3	1,037.4	957.1
EPS	원	2,168	3,717	7,766	7,388	6,686
증감률	%	13.27	71.45	108.93	(4.87)	(9.50)
PER	배	81.99	96.58	39.66	41.69	46.07
PBR	배	8.22	14.01	9.21	7.82	6.81
EV/EBITDA	배	43.21	54.61	26.52	26.48	27.70
ROE	%	11.19	16.68	27.60	21.04	16.15
BPS	원	21,630	25,619	33,436	39,408	45,207
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

표 1. 셀트리온 1Q21 실적 프리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q21F	1Q20	YoY	Consen	%Diff
매출액	496.7	372.8	33.2	511.0	(2.8)
영업이익	195.9	120.2	62.9	191.4	2.3
세전이익	189.1	138.4	36.6	183.0	3.3
지배주주순이익	116.4	104.9	11.0	189.4	(38.5)
OPM %	39.4	32.2		37.5	
NPM %	23.4	28.1		37.1	

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	496.7	688.0	835.6	891.1	1,849.1	2,911.4	2,880.8
YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	33.2%	60.5%	52.3%	78.7%	63.9%	57.4%	-1.1%
셀트리온(별도)	345.7	404.3	487.4	452.4	456.6	643.5	779.0	819.7	1,689.8	2,698.8	2,624.1
YoY	80.5%	105.4%	96.4%	31.0%	32.1%	59.2%	59.8%	81.2%	72.1%	59.7%	-2.8%
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	92.1	96.1	107.3	76.8	337.7	372.2	391.6
램시마 SC	108.1	90.0	192.1	124.7	75.7	72.0	76.8	93.5	514.9	318.1	339.4
트룩시마	85.8	111.5	22.0	94.8	99.5	118.2	109.8	99.5	313.9	426.9	466.1
허쥬마	26.1	38.6	22.0	5.0	31.3	43.2	35.1	24.9	91.6	134.6	153.1
TEVA			43.9	59.8			50.0	65.0	103.7	115.0	130.0
유플라이마				19.9	30.0	60.0	50.0	45.0	19.9	185.0	256.5
렉키로나주				-	60.0	180.0	270.0	330.0		840.0	558.0
기타	54.9	78.4	81.3	93.4	68.0	74.0	80.0	85.0	307.9	307.0	329.4
셀트리온제약(별도)	44.1	46.4	65.5	77.6	57.3	55.7	70.7	89.3	233.6	272.9	320.9
YoY	16.7%	8.8%	38.1%	73.0%	30.0%	20.0%	8.0%	15.0%	35.3%	16.9%	17.6%
기타 및 연결조정	(16.9)	(21.9)	(4.1)	(31.4)	(17.2)	(11.1)	(14.1)	(17.9)	(74.2)	(60.3)	(64.2)
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	274.2	403.2	495.5	543.6	1,021.2	1,716.4	1,713.5
YoY	39.4%	69.5%	87.8%	49.2%	47.9%	68.2%	55.0%	96.7%	62.1%	68.1%	-0.2%
GPM	49.7%	55.9%	58.3%	55.4%	55.2%	58.6%	59.3%	61.0%	55.2%	59.0%	58.0%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	78.3	75.7	77.8	91.6	309.1	323.4	355.5
YoY	17.1%	-0.4%	10.9%	57.1%	20.2%	30.8%	4.4%	-17.9%	22.7%	4.6%	9.9%
일반관리비	31.2	29.5	30.5	46.5	35.8	35.4	36.0	49.3	137.6	156.5	173.2
경상연구개발비	34.0	28.4	43.9	65.1	42.5	40.3	41.8	42.3	171.4	166.8	182.3
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	195.9	327.5	417.7	452.0	712.1	1,393.1	1,358.0
YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	62.9%	80.1%	70.3%	174.3%	88.4%	95.6%	-2.5%
OPM	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	39.4%	47.6%	50.0%	50.7%	38.5%	47.8%	47.1%
셀트리온(별도)	126.2	189.5	234.3	153.3	183.0	314.5	400.7	430.2	703.3	1,328.4	1,281.0
YoY	66.4%	141.1%	138.5%	42.9%	45.0%	65.9%	71.0%	180.7%	95.4%	88.9%	-3.6%
OPM	36.5%	46.9%	48.1%	33.9%	40.1%	48.9%	51.4%	52.5%	41.6%	49.2%	48.8%
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	118.3	232.3	342.7	392.7	519.2	1,085.9	1,053.5
YoY	67.1%	77.0%	185.4%	4.7%	12.3%	67.6%	94.9%	294.6%	74.3%	109.1%	-3.0%
NPM	28.2%	32.3%	32.0%	20.0%	23.8%	33.8%	41.0%	44.1%	28.1%	37.3%	36.6%

자료: 하나금융투자

셀트리온 목표주가 하향

목표주가 360,000원(하향), 투자의견 BUY

목표주가 36만원으로 하향
투자의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 360,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지한다. 셀트리온은 시장의 수요를 감안하여 최대 320만 도즈 생산이 가능하다고 언급하였으나, 셀트리온의 공장 규모와 생산 중인 품목들을 고려할 때 올해 렉키로나주의 생산 규모는 약 130만 도즈로 추정된다. 도즈 당 가격은 각 정부와의 계약에 따라 달라지겠지만, 유럽의 경우 일반적으로 의약품의 가격이 미국의 70% 수준인 점을 감안, 도즈 당 875달러(미국에서 단독투여 항체치료제의 가격은 일라이릴리사의 Bamlanivimab의 공급가 1,250달러를 기준으로 하였다), 한화 약 100만원으로 가정하였다. 실제 각국 정부와의 구매 계약은 셀트리온헬스케어에 담당하기 때문에 셀트리온이 셀트리온헬스케어에 공급하는 단가는 각국 정부와의 구매계약의 약 60%로 가정하였다. 이러한 가정에 따르면 올해 셀트리온의 렉키로나주 매출 규모는 약 8,400억원으로 추정되며, 따라서 올해 셀트리온의 매출액은 약 2.9조원으로 전년 대비 57% 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.

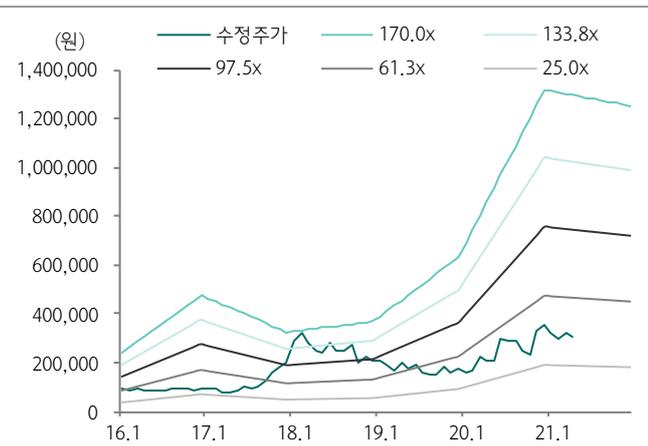
표 3. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	48,867.0	
2021년 순이익 추정치	1,086	
P/E	45	과거 테바사의 PER 참조
자사주(1,000주)	378.1	3개월 평균 추가
순부채	(271.9)	
적정자본가치	49,517.0	
주식 수(1,000주)	137,989	
적정주가	358,847	

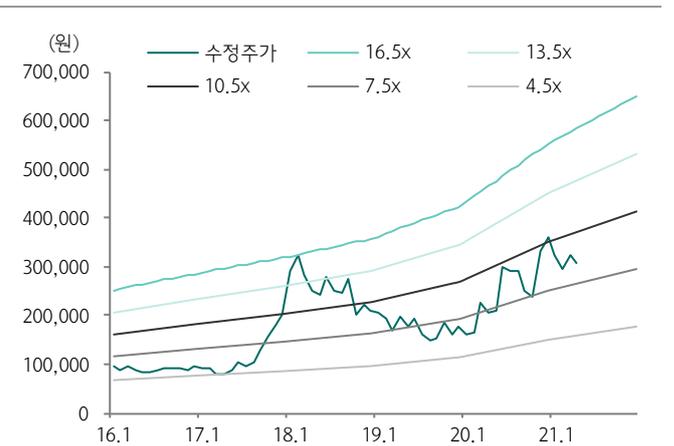
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 4. 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	regdanvimab			2021-02-24	2021-03-26
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

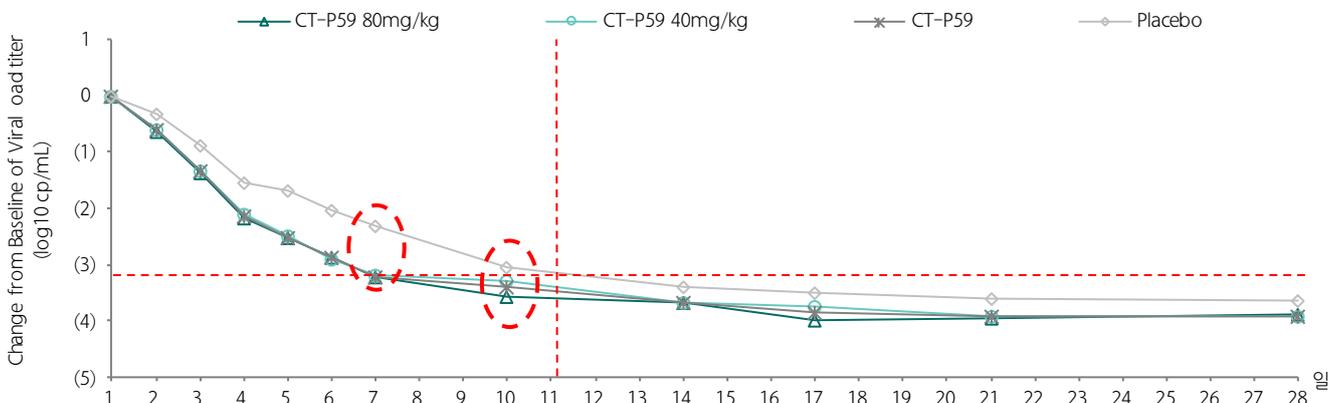
표 5. 미국 정부가 구매한 항체치료제 규모

(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	- 2021년 4월 7일, 기존 계약 전면 취소. 잔여 물량 35만 도즈 공급 일정 취소
		2020-12-02	650,000	813	1,250	
		2021-01-26	500,000	625	1,250	
리제네론	casirivimab+imdevimab 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
		2020-07-06	300,000	450	1,501	- 2021년 상반기까지 인도 예정
		2021-01-12	1,250,000	2,625	2,100	

자료: 하나금융투자

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



자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 6. 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 7. 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

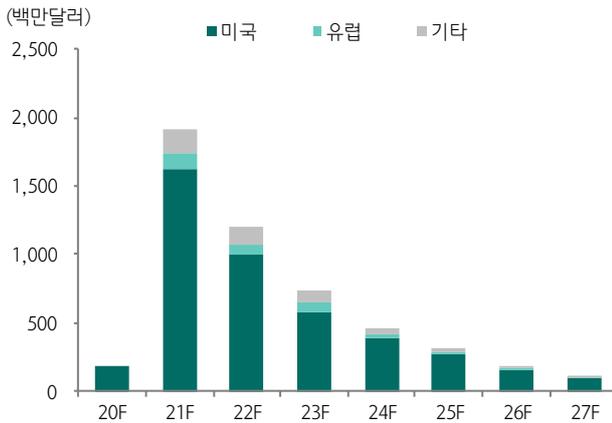
표 8. COVID19 항체치료제 비교

	리제네론	일라이릴리	셀트리온
성분명	casirivimab과 imdevimab	bamlanivimab	Regdanvimab
임상결과 분석 대상 인원	275명	452명	307명
임상대상	18세 이상 증상이 있는 외래환자	경중 및 중증도의 외래환자 이중 70%는 고위험군 환자(65세 이상 고령이거나, BMI 지수가 35이상인 비만 환자)	경중 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(혈청 항체 음성 환자군) : 고용량에서 4배, 저용량에서 3.3배 감소 29일째 병원 방문 유무(혈청 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%	투여 28일째 COVID19 바이러스 감염으로 인해 입원, 산소치료요법을 요하거나 사망한 환자 비율 투여 14일째 임상적 회복에 걸린 시간 투여 후 바이러스 양(Viral load) 변화 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 혈청 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

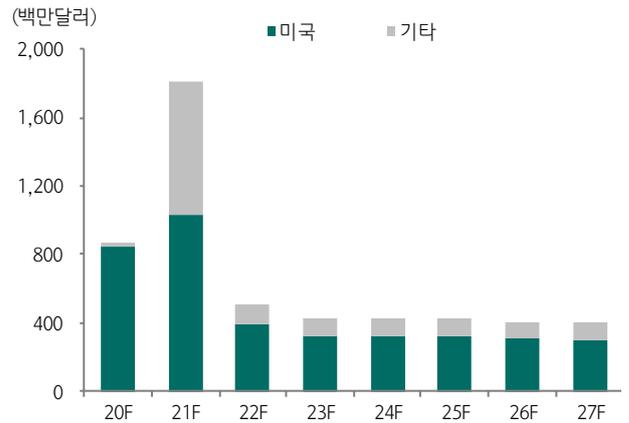
자료: 하나금융투자

그림 4. 리제네론 COVID19 항체치료제 예상 매출액



자료: Globaldata, 하나금융투자

그림 5. 일라이릴리 COVID19 항체치료제 예상 매출액



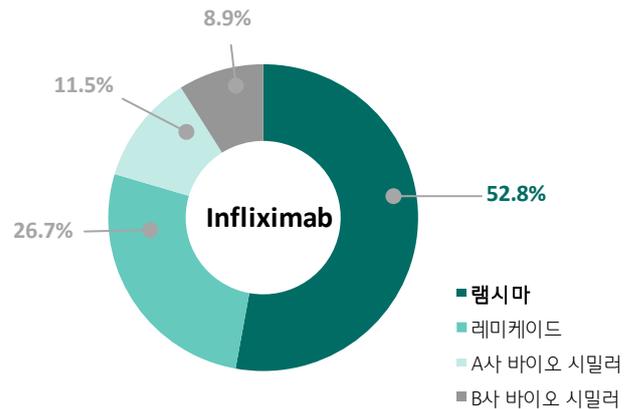
주: Bamlanivimab 단독투여 기준
자료: Globaldata, 하나금융투자

그림 6. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



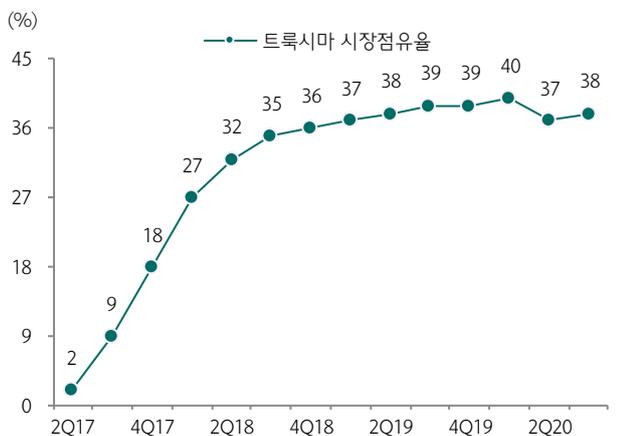
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



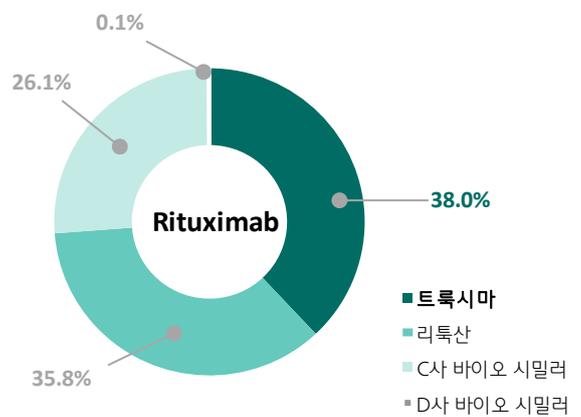
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽시장에서 트록시마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 유럽 Rituximab 시장에서 트록시마 점유율



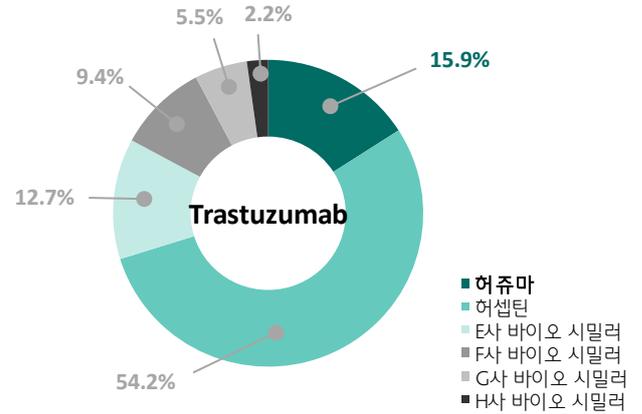
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 10. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



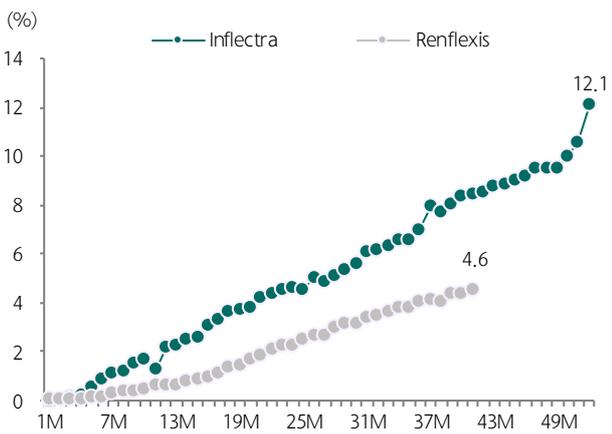
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 11. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



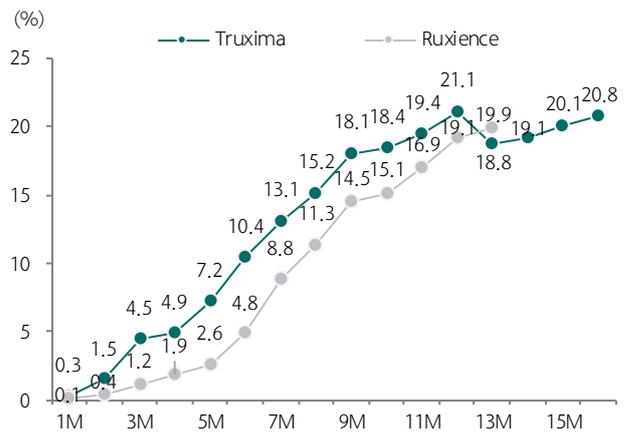
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 12. 미국시장에서 레미케이드 바이오시밀러 시장 점유율 추이



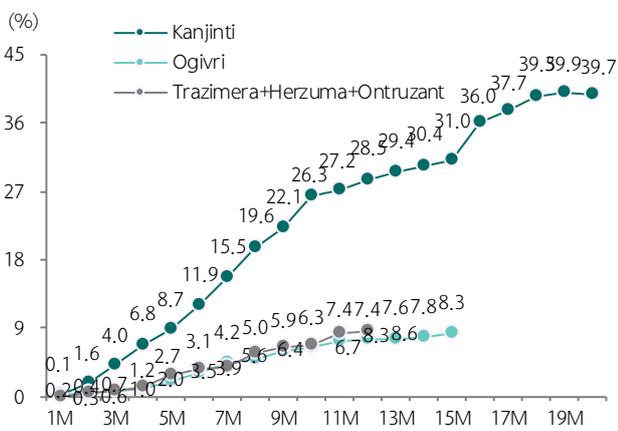
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 13. 미국시장에서 리톡산 바이오시밀러 시장 점유율 추이



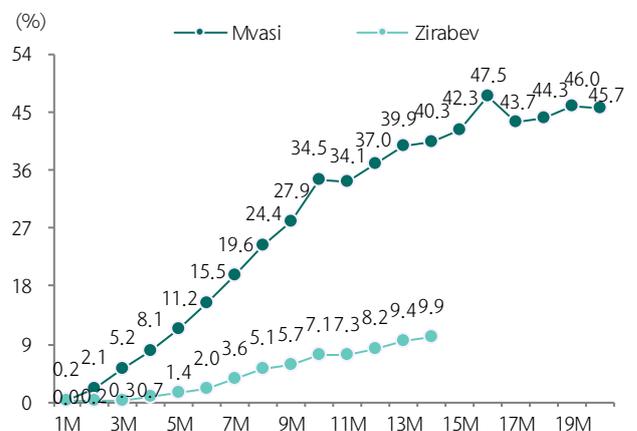
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 14. 미국시장에서 허셉틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 15. 미국시장에서 아바스틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



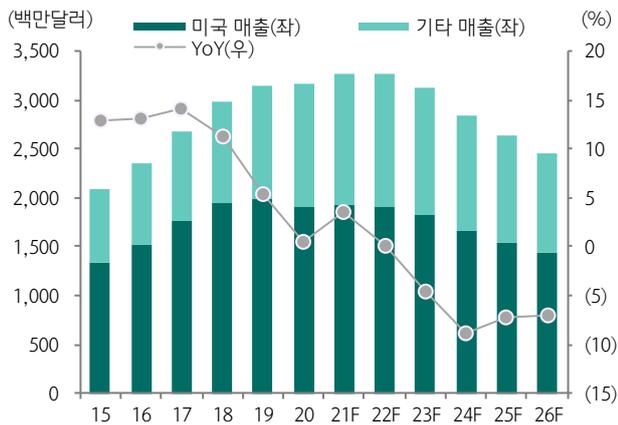
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

표 9. 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	항반변성	7.5	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2021.01~)	

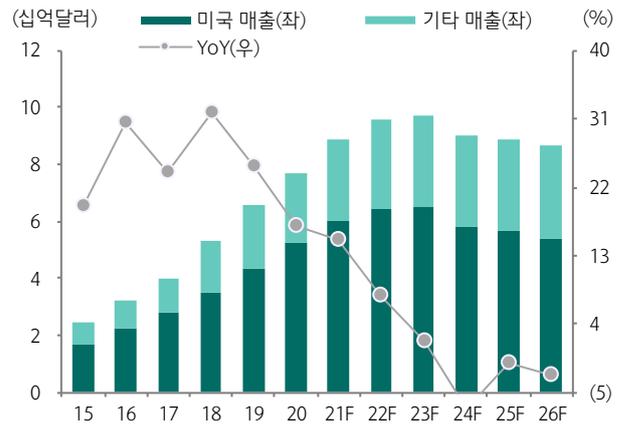
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 16. 졸레어 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 17. 스텔라라 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 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

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,911.4	2,880.8	2,855.0
매출원가	498.4	827.9	1,195.0	1,167.2	1,210.5
매출총이익	630.1	1,021.2	1,716.4	1,713.6	1,644.5
판매비	252.0	309.1	323.4	355.5	384.0
영업이익	378.1	712.1	1,393.1	1,358.0	1,260.5
금융손익	3.4	(28.1)	0.5	(0.3)	(1.9)
종속/관계기업손익	(0.5)	2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.4)	(35.9)	(26.6)	(29.6)	(36.3)
세전이익	378.6	650.7	1,367.0	1,328.1	1,222.3
법인세	80.6	131.4	281.1	274.7	250.3
계속사업이익	298.0	519.2	1,085.9	1,053.5	972.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	298.0	519.2	1,085.9	1,053.5	972.0
비배주주지분 손익	0.4	7.9	16.6	16.1	14.9
지배주주순이익	297.6	511.3	1,069.3	1,037.4	957.1
지배주주지분포괄이익	290.6	514.8	1,069.9	1,037.9	957.6
NOPAT	297.6	568.2	1,106.7	1,077.2	1,002.4
EBITDA	537.3	891.5	1,571.0	1,536.0	1,434.0
성장성(%)					
매출액증가율	14.91	63.85	57.45	(1.05)	(0.90)
NOPAT증가율	10.10	90.93	94.77	(2.67)	(6.94)
EBITDA증가율	15.42	65.92	76.22	(2.23)	(6.64)
영업이익증가율	11.63	88.34	95.63	(2.52)	(7.18)
(지배주주)순이익증가율	13.67	71.81	109.13	(2.98)	(7.74)
EPS증가율	13.27	71.45	108.93	(4.87)	(9.50)
수익성(%)					
매출총이익률	55.84	55.23	58.95	59.48	57.60
EBITDA이익률	47.61	48.21	53.96	53.32	50.23
영업이익률	33.50	38.51	47.85	47.14	44.15
계속사업이익률	26.41	28.08	37.30	36.57	34.05

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	7,766	7,388	6,686
BPS	21,630	25,619	33,436	39,408	45,207
CFPS	4,101	6,699	11,257	10,785	9,815
EBITDAPS	3,915	6,480	11,409	10,940	10,017
SPS	8,223	13,442	21,143	20,518	19,943
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	81.99	96.58	39.66	41.69	46.07
PBR	8.22	14.01	9.21	7.82	6.81
PCFR	43.34	53.59	27.36	28.56	31.38
EV/EBITDA	43.21	54.61	26.52	26.48	27.70
PSR	21.62	26.71	14.57	15.01	15.44
재무비율(%)					
ROE	11.19	16.68	27.60	21.04	16.15
ROA	8.00	11.44	18.42	14.62	11.76
ROIC	14.56	23.61	40.46	37.93	34.77
부채비율	33.94	46.09	44.23	36.23	31.56
순부채비율	(4.42)	2.91	(5.98)	(22.72)	(34.08)
이자보상배율(배)	34.92	94.91	127.81	140.00	134.10

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	4,000.7	5,000.9	5,998.0
금융자산	627.8	698.3	1,136.0	2,166.5	3,188.8
현금성자산	546.1	684.3	1,113.9	2,144.6	3,167.2
매출채권	814.4	1,252.4	1,971.9	1,951.1	1,933.7
재고자산	308.9	385.6	607.1	600.7	595.3
기타유동자산	36.2	181.4	285.7	282.6	280.2
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,560.0	2,631.3	2,651.2
투자자산	65.5	79.4	107.4	106.6	105.9
금융자산	17.6	31.3	31.7	31.7	31.7
유형자산	923.6	946.3	977.1	1,058.3	1,074.7
무형자산	1,040.0	1,430.5	1,401.8	1,392.7	1,396.8
기타비유동자산	77.3	73.7	73.7	73.7	73.8
자산총계	3,893.7	5,047.7	6,560.7	7,632.2	8,649.2
유동부채	657.2	1,056.8	1,314.9	1,358.4	1,433.1
금융부채	356.3	595.8	691.2	740.7	820.3
매입채무	42.7	34.0	53.5	52.9	52.4
기타유동부채	258.2	427.0	570.2	564.8	560.4
비유동부채	329.5	535.8	697.0	671.5	641.8
금융부채	143.1	203.0	173.0	153.0	128.0
기타비유동부채	186.4	332.8	524.0	518.5	513.8
부채총계	986.7	1,592.5	2,011.8	2,029.9	2,074.9
지배주주지분	2,794.2	3,335.3	4,412.4	5,449.8	6,406.9
자본금	128.3	135.0	137.7	140.4	143.2
자본잉여금	802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
자본조정	(136.3)	(136.6)	(136.6)	(136.6)	(136.6)
기타포괄이익누계액	3.0	6.3	14.1	14.1	14.1
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,568.6	4,603.3	5,557.6
비지배주주지분	112.8	119.9	136.5	152.6	167.5
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,548.9	5,602.4	6,574.4
순금융부채	(128.5)	100.4	(271.9)	(1,272.8)	(2,240.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	1,322.1	1,238.0	1,153.4
당기순이익	298.0	519.2	1,085.9	1,053.5	972.0
조정	20	34	18	19	18
감가상각비	159.2	179.4	177.9	177.9	173.4
외환거래손익	2.8	14.2	7.0	9.8	13.2
지분법손익	(4.5)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(137.5)	(157.0)	(166.9)	(168.7)	(168.6)
영업활동 자산부채 변동	(22.7)	(506.3)	53.1	(1.5)	(1.3)
투자활동 현금흐름	(251.4)	(472.0)	(213.3)	(249.4)	(198.0)
투자자산감소(증가)	(18.0)	(11.3)	(28.0)	0.8	0.7
자본증가(감소)	(91.7)	(86.1)	(80.0)	(130.0)	(64.0)
기타	(141.7)	(374.6)	(105.3)	(120.2)	(134.7)
재무활동 현금흐름	(85.9)	266.0	54.4	19.8	45.2
금융부채증가(감소)	(17.3)	299.4	65.4	29.6	54.6
자본증가(감소)	26.0	26.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(94.6)	(60.1)	(11.0)	(9.8)	(9.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	135.6	144.8	423.0	1,030.7	1,022.6
Unlevered CFO	562.8	921.5	1,550.1	1,514.2	1,405.0
Free Cash Flow	379.7	263.7	1,242.1	1,108.0	1,089.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.17	BUY	360,000		
21.3.29	BUY	425,000	-25.95%	-22.24%
21.3.3	BUY	390,000	-24.13%	-19.49%
20.11.2	BUY	364,000	-10.48%	1.92%
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	-20.23%	-1.72%
19.9.30	BUY	210,000	-9.92%	-2.14%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.23%	5.77%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 16일

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 4월 19일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 4월 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.