



IV 리서치

Company Note

2024.08.01

E-Mail: ivresearch@naver.com

Telegram: t.me/IVResearch

투자이견	Not Rated
목표주가	- 원
현재주가	204,500 원
Upside	- %

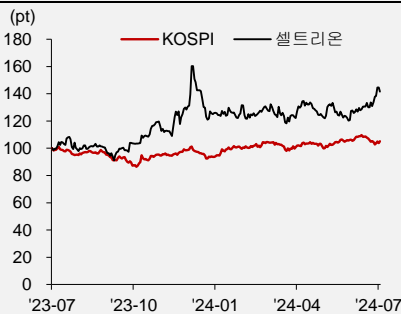
Company Info

주요주주	(%)
셀트리온홀딩스 외 86 인	28.3
국민연금공단	6.2

Stock Info

기준일	2024년 07월 31일
산업분류	코스피 의약품
KOSPI(pt)	2770.69
시가총액 (억원)	443,751
발행주식수 (천주)	216,993
외국인 지분율 (%)	23.0
52 주 고가 (원)	231,500
저가 (원)	131,800
60 일 일평균거래대금 (십억원)	131.1

주가 추이



주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	17.3	13.8	39.5
상대주가	18.5	2.6	32.5

셀트리온(068270)

5년만에 돌아온 증익 사이클

기업개요

동사는 종양 및 자가면역질환 등 치료에 사용되는 항체의약품을 개발 및 생산하고 있으며, 미국 FDA 및 유럽 EMA 로부터 세계 최초의 바이오시밀러 제품인 램시마(CT-P13)의 품목 허가를 획득하여 글로벌 바이오시밀러 시장을 개척한 선도기업이다. 이후 트록시마, 허쥬마, 유플라이마, 램시마 SC, 베그젤마 등 다양한 제품의 품목허가를 획득하여 전 세계 110 여개국에서 판매하고 있고, 다양한 후속 파이프라인을 개발 중이다. 송도에 위치한 항체의약품 생산공장은 아시아 최초 동물세포 배양 설비로 1 공장 100,000L, 2 공장 90,000L 규모이며, 해외 CMO 업체를 활용하여 연간 총 270,000L 의 CAPA 를 확보하고 있다. 4Q23 60,000L 규모의 3 공장을 준공하여 4Q24 부터 상업생산을 개시할 예정이다. 동사는 2023 년말 관계사 셀트리온헬스케어를 흡수합병하여 개발, 생산, 판매까지 수직계열화를 완료하였으며, 2020 년 유럽에서 램시마를 시작으로 직접판매 전환을 시작하였고, 2023 년 미국 시장에서도 직접판매 형태로 전환하여 유통 효율을 개선하고 마케팅 노하우 기반 영업 역량을 강화했다.

5년만에 돌아온 증익 사이클, '짐펜트라'에 달렸다

2023 년 10 월 동사는 'Infliximab'의 SC 제형인 '짐펜트라(CT-P13 SC 미국 브랜드명)'의 미국 품목허가를 획득하였다. '짐펜트라'는 미국 FDA 로부터 제형의 차별성을 인정받아 동사가 FDA 로부터 허가 받은 최초의 신약이다. 지난 6 월말 보험 환급이 개시되면서 3Q24 부터 본격적으로 '짐펜트라' 매출이 실적에 반영될 전망이며, 2H24 중 추가 PBM 등재가 예상된다. '짐펜트라'는 IBD(Inflammatory Bowel Disease, 염증성장질환)에 사용되는 Infliximab 의 첫 SC 제형 약물이다. 동사의 독자적 기술을 기반으로 개발한 Infliximab SC 제형으로 단가는 기존 IV 제형 대비 2~3 배 수준으로 달하는 것으로 파악되며, 이에 따른 수익성 개선은 3Q24 부터 확연히 드러날 전망이다. 유럽 시장에서 램시마 SC 출시 후 오히려 램시마 IV 제형의 판매가 늘어난 것을 감안하면 미국 시장에서도 '짐펜트라'와 동사의 Infliximab 바이오시밀러 '인플렉트라'의 동반 성장이 예상된다. 현재 미국 시장에서 WAC 기준 약가는 4 주 투약 2Pen 기준 \$6,181 이며, 환자 1 명당 연간 약 3,000 만원의 매출 가정 시 '짐펜트라' 매출액은 2025 년 기준 1 조원 달성 가능하다는 판단이다.

신약으로 허가 받은 '짐펜트라'는 매년 가격 인상이 가능하며 기존 바이오시밀러와 달리 급격한 리베이트의 증가로부터 자유로울 수 있을 것으로 전망된다. 따라서 2024 년은 동사에게 신약업체로 첫 발을 내딛은 의미 있는 의미 있는 한 해가 될 것으로 기대되며, 이에 동사에 밸류에이션 또한 기존 바이오시밀러 업체에서 신약기업의 Multiple 을 고려해볼 수 있다는 판단이다. 또한 과거 동사의 주가가 이익성장률과 높은 상관계수를 갖는 것을 고려할 때, 2025 년 '짐펜트라' 판매 확대에 따른 증익 Cycle 이 도래한 동사의 주가 상승 가능성이 높을 것으로 전망한다.

구분(억원, %, 배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	11,285	18,491	18,934	22,840	21,764
영업이익	3,815	7,186	7,442	6,472	6,515
영업이익률	33.8	38.9	39.3	28.3	29.9
지배순이익	3,010	5,178	5,795	5,378	5,356
PER	81.0	95.5	48.1	43.7	55.1
PBR	8.8	14.9	7.1	5.7	1.7
ROE	11.5	17.1	16.0	13.4	5.1

(Source: IV Research)

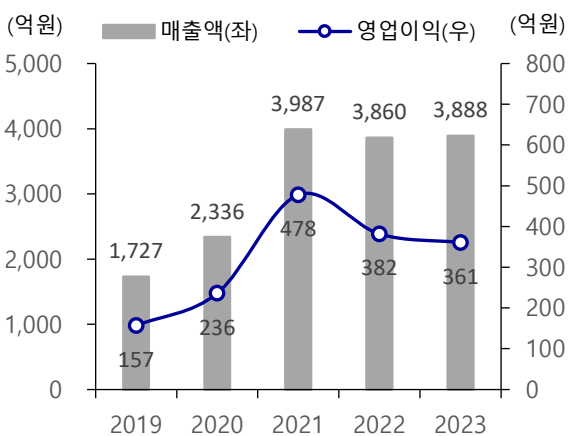
자회사 셀트리온제약과의 합병 관련 Comment

당사는 7월 31일, 자사 홈페이지에 공지를 통해 자회사인 셀트리온제약과의 합병을 위한 ‘합병 추진 여부 검토 1 단계 특별위원회’ 설치를 발표했다. 양사의 사외이사로 구성된 특별위원회는 대내외 평가를 통해 합병 여부를 검토할 예정이며, 우선적으로 양사 주주들을 대상으로 한 설문조사를 통해 주주 의견을 반영할 것이라고 밝혔다. 설문조사는 6월 30일 기준 양사의 주주명부에 기재된 주주들을 대상으로 진행된다. 당사는 현재 셀트리온제약의 최대주주로 지분 54.8%를 보유하고 있으며, 셀트리온제약은 셀트리온 바이오의약품의 국내 유통사업과 케미컬 의약품(간장용제 고덱스 캡슐 등) 사업을 영위하고 있다.

당사는 두 기업의 합병에 대해 회의적 의견을 제시한다. 셀트리온제약은 렘시마, 트룩시마, 허주마 등 제품에 대한 국내 영업권을 갖고 있지만, 이를 제외한 주력 매출은 제네릭 부문에서 발생하고 있다. 국내 전통제약사들의 Valuation은 신약 파이프라인을 제한 사업가치로는 높은 Valuation을 부여받지 못하고 있는데, 이는 제약사업 자체의 사업 가치가 바이오의약품 사업과 비교 시 상대적으로 저부가가치 사업이라는 인식이 있기 때문이다. 셀트리온은 앞서 언급한 바와 같이 미국에서의 영업활동을 통해 신약 개발 기업으로서의 Valuation Shift가 이뤄질 것으로 예상되고 있다. 작년말 합병에 성공한 셀트리온헬스케어의 경우 이미 해외 영업이 본 궤도에 올라와 있는 상태에서 재고자산, 무형자산 등 재무제표 투명성 등 합병을 위한 Justification이 충분했던 반면, 금번 제약의 경우는 다르다는 판단이다.

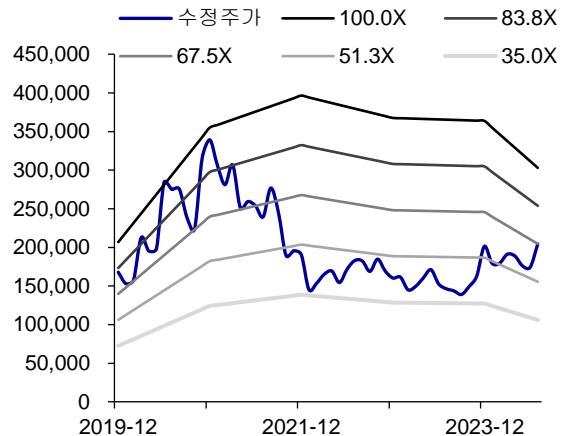
결론적으로 양사 주주를 모두 만족시키는 합병은 성사되기 어려울 것으로 전망한다. 합병의 가장 대표적인 시나리오로 ① “주식교환”과 ② “공개매수 이후 상장폐지”를 생각해 볼 수 있는데, ①의 경우, 셀트리온제약 측에서 합병 이후 양사간 시너지나 신약 파이프라인 가치에 대한 Justification을 제시하지 않는 이상 제약사업에 대해서는 대폭 할인된 가치로 주식 교환이 이뤄져야 할 것이라는 판단이고, ②의 경우에도 2023년 기준 매출액 3,888억원 (YoY+0.7%), 영업이익 360억원 (YoY -5.5%)을 기록한 셀트리온제약의 현재 가치(7월 31일 종가 기준 시가총액 4조 1,763억원)에 대한 정당화 또한 어렵다는 판단이다. 따라서 양사의 합병은 장기적 호흡으로 지켜볼 필요가 있으며, 현 시점에서는 해결해야 할 과제가 너무 많다는 판단이다.

Figure 1. 셀트리온제약 최근 5개년 매출액 및 영업이익 추이







(Source: IV Research)

Figure 2. PER Band Chart



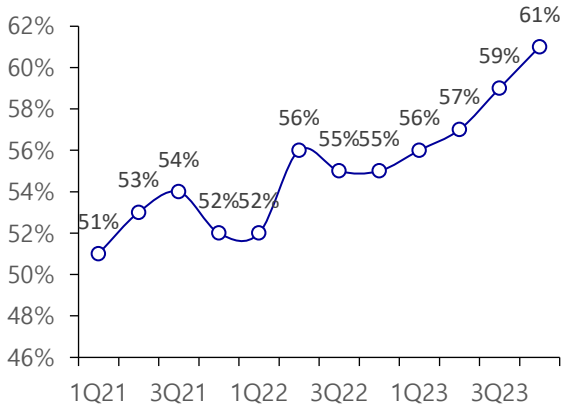
(Source: IV Research)

Figure 3. 셀트리온 바이오시밀러 포트폴리오

적용분야	제품	제품명	성분명	오리지널	적응증
자가면역		렘시마 (Remsima)	Infliximab	레미케이드	염증성 장질환, 류마티스 관절염 등
		렘시마SC (Remsima SC) *미국에서는 짐펜트라(Zymfentra)로 출시	Infliximab	레미케이드	염증성 장질환, 류마티스 관절염 등
		유프라이마 (Yuflyma)	Adalimumab	휴미라	류마티스 관절염, 염증성 장질환 등
항암제		트룩시마 (Truxima)	Rituximab	리툭산(맵테라)	비호지킨 림프종, 류마티스 관절염 등
		허쥬마 (Herzuma)	Trastuzumab	허셉틴	유방암, 위암
		베그젤마 (Vegzelma)	Bevacizumab	아바스틴	전이성 직결장암, 유방암, 비소세포암, 신세포암, 상피난소암, 나팔관암 또는 원발성 복막암, 자궁경부암

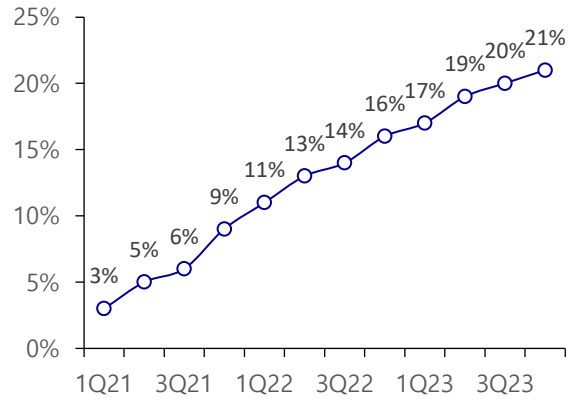
(Source: 셀트리온, IV Research)

Figure 4. 렘시마 유럽 시장 점유율



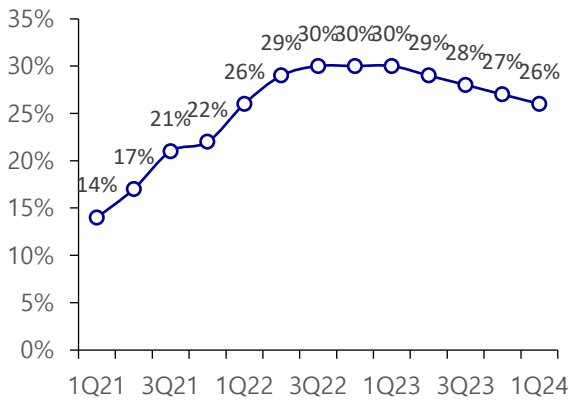
*Infliximab IV 시장 기준 (SC 제외)
(Source: IQVIA, 셀트리온, IV Research)

Figure 5. 렘시마 SC 유럽 시장 점유율



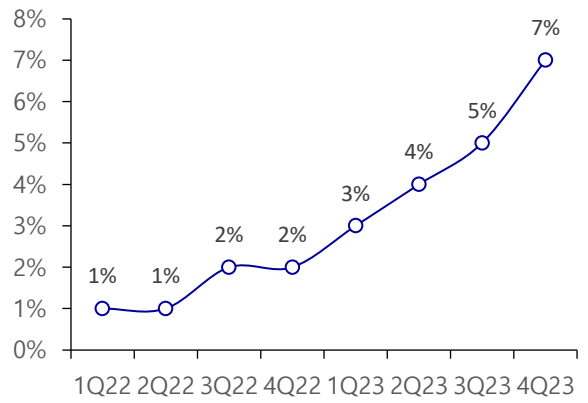
(Source: IQVIA, 셀트리온, IV Research)

Figure 6. Inflectra(렘시마 미국 브랜드) 미국 시장 점유율



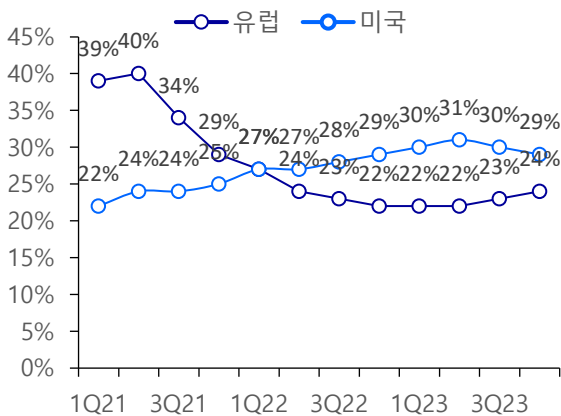
*Infliximab IV 시장 기준 (SC 제외)
*Symphony Health 데이터 제공 중단으로 4Q23 부터는 IQVIA
(Source: Symphony Health, IQVIA, 셀트리온, IV Research)

Figure 7. 유플라이마 유럽 시장 점유율



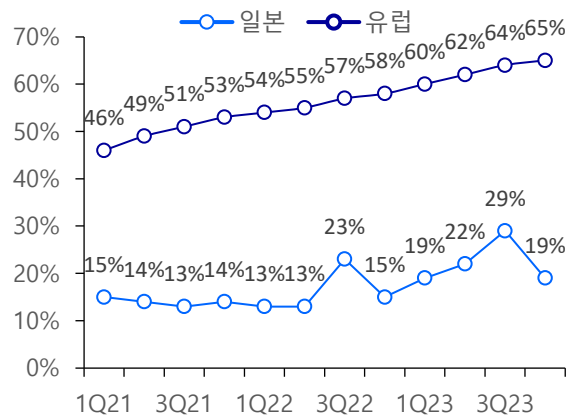
(Source: IQVIA, 셀트리온, IV Research)

Figure 8. 트룩시마 글로벌 시장 점유율



(Source: IQVIA, Symphony Health, 셀트리온, IV Research)

Figure 9. 허쥬마 글로벌 시장 점유율



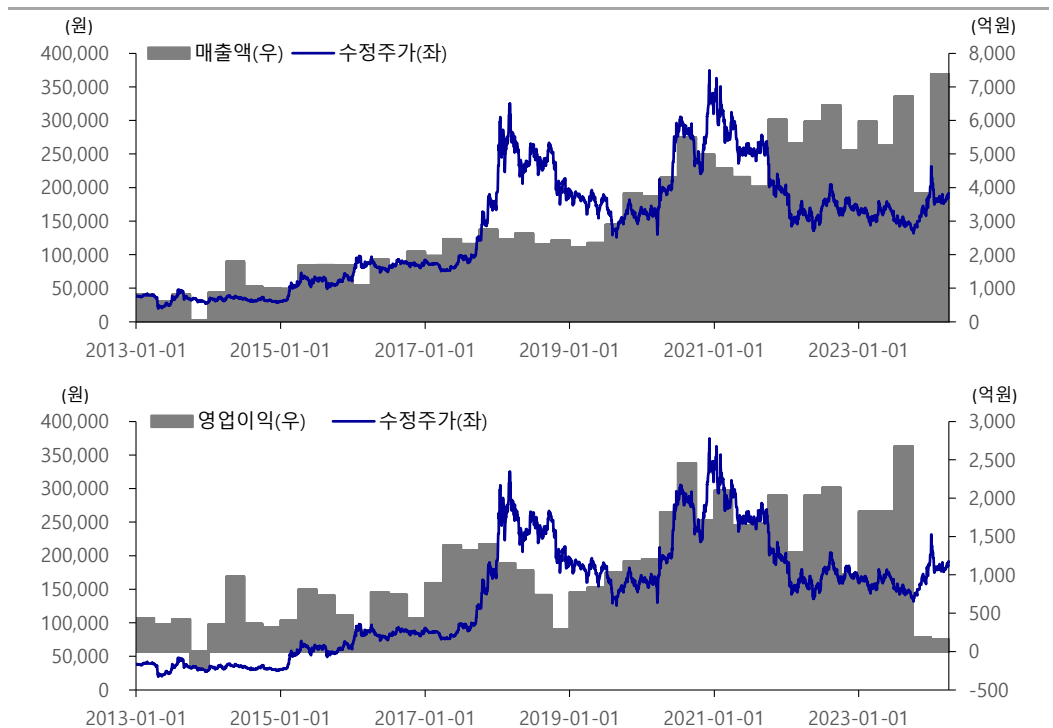
(Source: IQVIA, 시장 DATA, 셀트리온, IV Research)

Figure 10. 셀트리온 후속 파이프라인 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환		\$41.0bn	허가 획득 (미국 IC 허가 신청 24.01)	
	CT-P43 (스텔라라® 바이오시밀러)	\$20.2bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.05)
	CT-P47 (악템라® 바이오시밀러)	\$3.2bn	허가 신청(24.01)	허가 신청(24.02)
항반변성	CT-P42 (아일리아® 바이오시밀러)	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.11)
천식두드러기	CT-P39 (졸레어® 바이오시밀러)	\$4.4bn	허가 신청(24.03)	CHMP 승인 권고(24.03)
골다공증	CT-P41 (프롤리아® 바이오시밀러)	\$6.8bn	허가 신청(23.11)	허가 신청(24.03)
다발성경화증	CT-P53 (오크레부스® 바이오시밀러)	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
건선	CT-P55 (코센틱스® 바이오시밀러)	\$7.7bn	임상 1상 진행 중	

(Source: 셀트리온, IV Research)

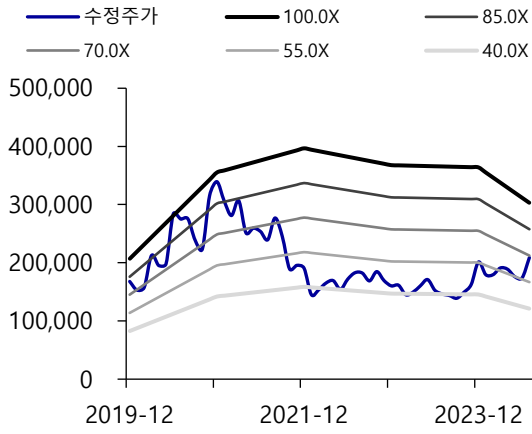
Figure 11. 분기별 매출액과 영업이익 vs 주가



* 주가의 큰 추세상승은 매출성장 구간보다는 증익 구간 Cycle 에서 발생

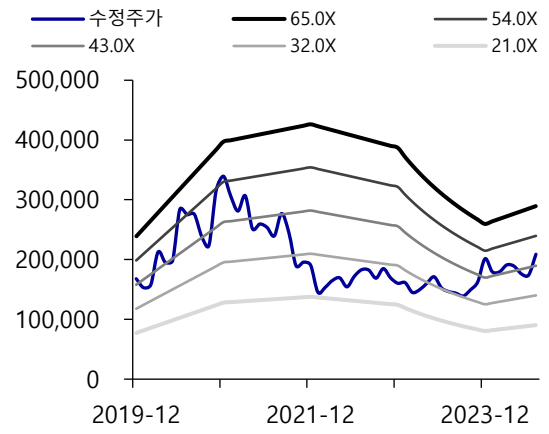
(Source: IV Research)

Figure 12. PER Band Chart



(Source: IV Research)

Figure 13. EV/EBITDA Band Chart



(Source: IV Research)

▶ Compliance Notice

- 동 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었으며, 본 작성자는 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 당사의 투자이사결정을 위한 정보제공을 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.