



| 제약/바이오 |

셀트리온(068270.KS)

셀트리온, 돈 벌 준비 ON

꾸준한 R&D, 이제 결실을 맺을 때

1Q23 기준, 매출액 5,975억(QoQ +17%, YoY +8.5%), 영업이익 1,824억(QoQ +81.2%, YoY +28.2%)를 기록하며 컨센서스에 부합하였다. 동사의 주요 바이오시밀러인 램시마SC와 트룩시마가 각각 1,613억, 1,135억을 기록하며 총매출의 68%를 차지하였다. 한편, 올해 미국에서 유플라이마 출시, 램시마SC FDA승인이 기대됨에 따라 동사의 바이오시밀러 매출액은 향후 지속적으로 증가할 전망이다.

유플라이마, 최대 매출 성장의 기회

동사의 휴미라 바이오시밀러 '유플라이마'는 강력한 성장 모멘텀으로 작용할 것이다. 지난 10년간, 글로벌 매출 1위를 기록한 휴미라가 올해 미국에서 특허가 만료되며, 바이오시밀러 간 경쟁이 치열할 전망이다. 유플라이마는 1) First Mover 그룹 2) 고농도 제형 3) 대체처방 허가 확보 4) 구연산염 제거 5) 라텍스 프리 6) 바늘 크기 축소 7) 마케팅 총 7가지 측면에서 경쟁 우위를 가지며, 이번 달 FDA 승인을 받아 7월 출시 예정이다. 이러한 차별화된 경쟁력을 바탕으로 향후 PBM 등재 가능성도 긍정적으로 판단한다.

램시마SC, 시장 패러다임 변화를 선도

램시마SC와 램시마IV는 투트랙으로 시너지를 발휘하고 있다. 램시마SC는 레미케이드 시장에서 유일한 피하주사 제형이라는 독보적인 경쟁력을 가진다. 이를 바탕으로 유럽 시장에서 두 제품의 합산 점유율은 4Q22 기준, 60.6%를 기록하며 과점 체제를 형성하고 있다. 한편, 미국에서는 1Q23기준, 램시마IV의 점유율이 31.4%로 꾸준히 우상향 하고 있다. 올해 하반기, FDA 승인을 앞둔 램시마SC는 향후 미국 시장에서 램시마IV와 동반 상승을 이룰 전망이다.

지속적인 파이프라인 확대, 풍부한 성장 모멘텀으로 작용

동사는 꾸준한 R&D를 통해 다수의 파이프라인 확보를 하고 있다. 올해 5개의 제품 믹스 추가, 1개의 임상 개시를 진행중에 있다. 특히, CT-P39 (졸레어 바이오시밀러), CT-P43 (스텔라라 바이오시밀러), CT-P53 (오클레루스 바이오시밀러)는 해당 시장에서 First Mover 그룹에 속하며 선제적인 시장 선점에 유리한 고지에 있다. 또한 CT-P43 (스텔라라 바이오시밀러), CT-P42 (아일리아 바이오시밀러)의 제형 다각화를 통해 차별화된 경쟁력 확보에 힘쓰고 있다. 이에 더해, 2030년까지 누적 22개 제품을 개발하겠다는 3rd wave 전략은 향후 풍부한 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

[Valuation]

동사의 주가 추정 기법으로 DCF Valuation 방법을 채택한다.

1) 동사와 유사한 사업을 영위하는 Peer Group 산정이 어렵다는 점, 2) 10년 이내 출시를 앞둔 다수의 파이프라인이 존재한다는 점을 바탕으로 DCF 방식의 추정이 합리적이라고 판단하였다. 또한 7월 미국 출시를 앞둔 유플라이마의 PBM 등재 여부를 Base case와 Bull case로 나누어 추정하였다. 이에 따라, Base case의 경우, 목표가 203,000원, 상승여력 17.3%, Bull case의 경우, 목표가 257,000원, 상승여력 48.5%를 제시한다.

투자자의견

BUY

목표주가

203,000원(Base)

257,000원(Bull)

현재주가(05.26)

173,100원

상승여력

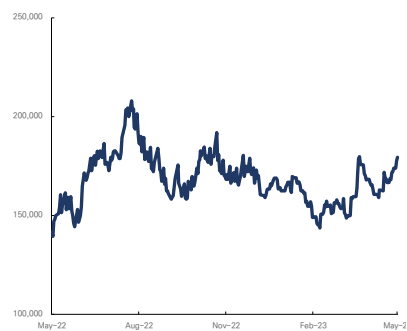
17.3%(Base)

48.5%(Bull)

Stock Data

KOSPI	2,558.81
KOSDAQ	843.23
시가총액	25조 3,403억원
발행주식수(주)	146,390,862주
52주 최고/최저(원)	207,104원/140,638원
외국인지분율(%)	20.62%
주요주주(%)	셀트리온홀딩스 외 76인 22.8%
	국민연금공단 7.4%
주가상승률(%)	1개월 8.6%
	6개월 -2.3%
	12개월 30.8%

Stock Price



Research Team 4

팀장	35기 이기혁	lhs0870@naver.com
팀원	35기 윤은정	ejjun4667@naver.com
	35기 임소윤	dlathdbs7749@naver.com
	36기 고예진	gyj031166@gmail.com
	36기 이주현	joohyun0770@naver.com
	36기 홍우현	woohyeon801@naver.com

CONTENTS

I . Intro	1
기업개요	1
산업현황: 바이오시밀러 시장의 성장과 배경	1
II . Investment Point	3
1. 유플라이마의 미국 시장 진출, 최대 매출 성장의 기회	3
1-(1). 미국 휴미라 바이오시밀러 시장, 전례 없는 기회 도래	3
1-(2). 유플라이마: 경쟁우위로 M/S 석권 전망	4
1-(3). PBM 급여 등재로 가격경쟁력까지 확보	5
2. 기존 제품의 견조한 성장	7
2-(1). 유일무이한 램시마SC의 경쟁력	7
2-(2). 램시마IV와 램시마SC의 투트랙	8
2-(3). 항암 계열 바이오시밀러 주목: 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마	10
3. 풍부한 R&D 모멘텀	12
3-(1). 미래의 현금흐름을 창출할 파이프라인	12
3-(2). 새로운 제형으로 경쟁력을 갖추다	13
III . Valuation	14

I . Intro

기업개요

셀트리온은 종양 및 자가면역질환 등의 치료에 사용되는 항체의약품 개발, 생산하는 것을 주요 목적으로 사업을 영위하고 있다. 1Q23 기준, 동사의 사업 부문 매출은 바이오의약품 78.5%, 케미컬의약품 21.5%로 구성되어 있다. 매출액 5,975억 원, 영업이익은 약 1,824억 원을 기록하며 이는 전년 동기 대비 각각 12.4%, 41% 증가한 수치다. 그중 바이오시밀러 매출이 사상 처음 4,000억 원을 넘어서 전년 동기 대비 약 49% 증가했다. 차세대 주력 제품인 자가면역질환 치료제 램시마IV, 램시마SC와 혈액암 치료제 트룩시마의 글로벌 공급이 꾸준히 증가하며 동사는 바이오시밀러 산업의 선도 기업으로 성장하고 있다.

1Q23 사업부 별 매출액 비중

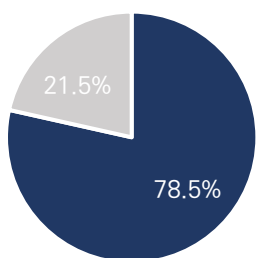
(단위 : %)

1Q23 사업부 별 영업이익 비중

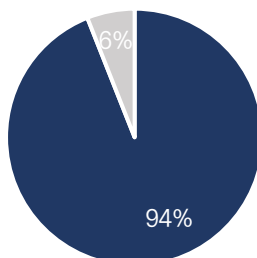
(단위 : %)

매출액 및 영업이익 추이

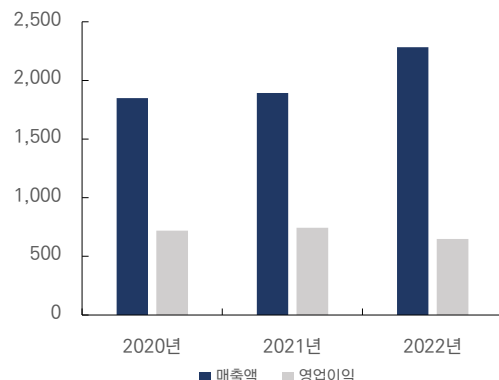
(단위 : 억 원)



■ 바이오의약품 ■ 케미컬의약품



■ 바이오의약품 ■ 케미컬의약품



■ 매출액 ■ 영업이익

출처 : 기업IR 자료, RFS Team 4

출처 : 기업IR 자료, RFS Team 4

출처 : Dart, RFS Team 4

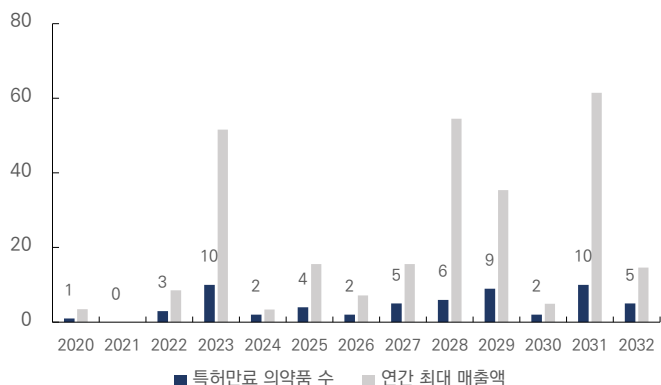
산업현황: 바이오시밀러 시장의 성장과 배경

다수의 블록버스터 의약품
특허가 만료되는 2023년
주목

바이오시밀러 시장 규모는 바이오 의약품의 특허 만료에 영향을 받는다. 오리지널 의약품은 통상 20년간 특허로 보호를 받는다. 특허 기간 동안 해당 약품은 법적으로 독점적 지위와 높은 가격을 보장받지만, 만료 후에는 다른 기업들도 이와 동등한 효능을 지닌 바이오시밀러를 출시할 수 있게 된다. 즉, 특허 기간이 만료되면 해당 의약품의 바이오시밀러 시장이 형성됨으로 블록버스터 바이오 의약품의 특허 만료 시점에 주목할 필요성이 있다. 올해는 블록버스터 바이오 의약품 10개의 특허가 만료된다. 이는 특허가 만료된 의약품이 3개에 그친 전년과 비교했을 때 확연히 대비되는 수치이다. 또한 이전에는 글로벌 매출 규모가 10조 원을 초과하는 바이오 의약품의 특허가 동시다발적으로 만료된 경우는 없었다는 점에 주목할 만하다. 특히 미국에서 올해 1월 휴미라를 필두로 9월에는 스텔라라의 특허가 만료되는 등, 올해 특허 만료가 예정된 의약품의 시장 규모는 약 51조 원에 달한다. 즉, 바이오시밀러 기업이 침투할 시장 규모가 그만큼 확대된다고 예상된다.

특허 만료 의약품 건수와 매출액 전망

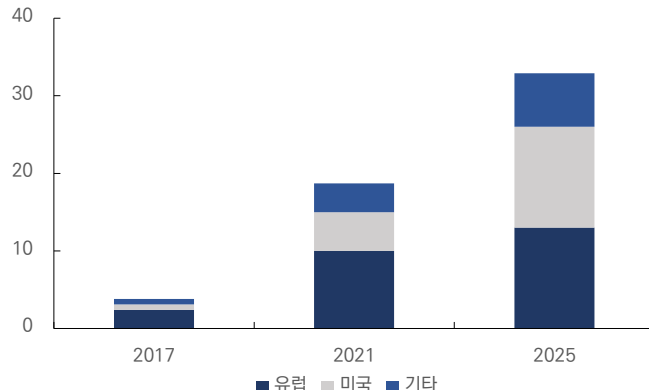
(단위 : 개, 조 원)



출처 : 진흥원, RFS Team 4

글로벌 바이오시밀러 시장 현황 및 전망

(단위 : 백만 달러)



출처 : 맥킨지, RFS Team 4

이처럼 시장이 활성화됨에 따라 시장 규모도 꾸준히 성장할 전망이다. 글로벌 바이오시밀러 시장은 2017년 38억 달러에 불과했던 반면, 2021년에는 187억 달러까지 급격하게 성장하였고, 2025년에는 329억 달러에 이를 것으로 전망한다. 특히 바이오시밀러 시장에서 주목해야 하는 시장은 유럽과 미국이다.

유럽: 대체처방 허용

우선, **바이오시밀러 시장 규모 1위는 유럽**이다. 유럽은 바이오시밀러 우호 정책을 적극적으로 펼치며 높은 시장 점유율을 차지하였다. EMA(European Medicines Agency)는 지난해 오리지널 의약품과 바이오시밀러 간 대체처방(인터체인지블)을 전면 허용하였다. 이를 통해 EMA에서 승인된 바이오시밀러가 명확한 제도에 근거하여 오리지널 의약품 또는 다른 바이오시밀러와 상호 교체되어 사용할 수 있게 되며 바이오시밀러의 접근성이 한층 더 높아졌다. 2006년부터 2022년까지 유럽에서 승인된 바이오시밀러는 총 86개이며 바이오시밀러를 적극 장려하는 유럽 정책에 따라 향후 승인 건수는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

미국: IRA법안으로 성장 탄력

한편, **미국은 바이오시밀러 시장 성장성 1위**이다. 미국은 2015년부터 2021년까지 연평균 성장률 97%를 기록하였다. 이는 같은 기간 각각 48%, 39%의 성장률을 보인 유럽과 전체 시장 대비 압도적으로 높은 성장률이다. 또한 지난 해 발의된 IRA법안은 바이오시밀러 시장 확대에 탄력을 가할 전망이다. 해당 법안에 따르면, Medicare Part B와 D에 속한 의약품 중 FDA 허가 이후 9년 이상 제네릭이 출시되지 않은 케미컬 의약품과 13년 이상 바이오시밀러가 출시되지 않은 바이오 의약품은 약가 협상의 대상이 된다. 2026년, Medicare Part D에 해당하는 의약품 10개를 시작으로 2029년에는 Medicare Part B와 D 각각 20개 품목이 협상 대상 의약품으로 적용될 예정이다. 오리지널 의약품 업체는 약가 인하의 협상 대상에서 제외되기 위해 특허 전략을 수정할 가능성이 높아짐에 따라, 바이오시밀러의 시장 침투가 과거 대비 수월해질 수 있다. 또한 향후 5년간 Medicare Part B에 속한 의약품에 한해, 바이오시밀러 처방 이후 병원이 환급받는 인센티브를 기존 오리지널 의약품 평균 가격의 6%에서 8%로 인상하는 항목을 포함함에 따라 바이오시밀러 처방이 촉진될 것으로 기대된다.

한편, 바이오시밀러 시장 확대에 따라 과거에 비해 바이오시밀러 기업들도 대폭 늘어나며 경쟁이 치열할 것으로 예상된다. 즉, **전체 시장 파이는 커졌지만, 차별화된 경쟁력을 바탕으로 이를 얼마나 가져올 수 있느냐가 관건**이다.

II. Investment Point

Investment Point 1. 유플라이마의 미국 시장 진출, 최대 매출 성장의 기회

1-(1). 미국 휴미라 바이오시밀러 시장, 전례 없는 기회 도래

블록버스터 의약품 휴미라의
압도적인 시장 규모

앞으로 동사의 실적 성장을 견인할 휴미라 바이오시밀러 '유플라이마'에 주목한다. 우선, 동사의 유플라이마가 진출을 앞두고 있는 미국 휴미라 바이오시밀러 시장을 전망해 보고자 한다. 애브비(AbbVie)사의 휴미라(아달리루맵)는 15종의 자가면역질환을 치료하는 의약품이다. 휴미라는 압도적인 시장 규모를 가지고 있는데, 2003년 출시 이후, 2022년까지 누적 매출액이 약 270조 원에 달하며, 10년 동안 **출근 글로벌 연 매출 1위를 기록**하였다. 2022년도 매출액은 약 28조 원으로 이 중 미국 매출이 비중 87%를 차지할 정도로 크다. 이러한 휴미라의 최대 시장인 미국에서 특허가 올해 만료되면서 바이오시밀러들의 시장 진입이 대두되고 있다.

미국 시장에서의 휴미라 바이오시밀러 수요와 시장 점유 전망은? (오리지널 vs 바이오시밀러)

미국 시장에 휴미라 바이오시밀러가 충분한 수요를 보이며 침투할 것으로 예상된다. 근거로 1) 유럽에서의 선례와 2) 규제당국의 우호적인 정책을 제시한다.

유럽에서의 성공 선례

1) 유럽에서는 2018년에 휴미라의 특허가 만료되어, 현재 오리지널 휴미라와 바이오시밀러들이 시장 점유를 두고 경쟁 중이다. 애브비는 유럽 일부 국가에서 휴미라의 공급 가격을 80%를 인하하는 등 공격적인 시장 방어 전력을 펼쳤으나, 바이오시밀러가 시장에 진입하면서 매출 감소가 가속화되었다. **바이오시밀러 출시 2년 만에 매출의 40%가 감소**하였고, **시장 점유율은 반년 만에 84%로, 4년 뒤인 2022년도에는 34% 수준으로 하락**하였다. 이와 같은 성공적인 바이오시밀러의 유럽 시장 점유는 가격 경쟁력과 유럽 규제당국의 적극적인 바이오시밀러 처방 권장 정책에 기인한 것으로 보인다. 유럽 시장에서 바이오시밀러가 오리지널과 경쟁하며 성공적으로 침투했고, 이러한 선례를 통해 휴미라 바이오시밀러가 충분히 수요가 있는 시장임을 확인할 수 있다.

바이오시밀러에
우호적인 환경

: 변화하는 미국 규제당국

2) 미국도 유럽과 같이 바이오시밀러에 우호적인 환경으로 변화 중이다. 바이오시밀러는 가격 경쟁력을 가지기 위해 통상적으로 **오리지널 의약품 가격의 70-80% 수준**으로 출시되는데, 약가 인하 정책에 의해 오리지널보다 가격이 낮은 바이오시밀러의 처방을 권장하고 있는 추세이기에 시장 진입이 수월할 것으로 보인다. 특히, IRA 법안은 바이오시밀러를 오리지널 휴미라 대신 처방할 적극적인 유인으로 작용할 것이다.

따라서 20년간 독점적 지위를 누리던 휴미라의 특허가 만료되고 미국 휴미라 시장은 점차 바이오시밀러에 의해 잠식될 것을 전망한다. 애브비에서도 2023년 미국에서만 휴미라의 매출이 약 37% 감소할 것으로 예상하며 바이오시밀러들의 시장 점유를 예견하고 있다.

작년 미국 시장을 기준으로 오리지널 의약품의 70% 가격으로 바이오시밀러 시장이 형성된다고 가정했을 때, 동사가 **미국 휴미라 M/S의 3%(Valuation 참고)만 차지해도 4800억 원 이상의 매출을 기록할 수 있다**. 동사의 작년 연결 기준 매출액이 2조 원가량이라는 점에 비추어보았을 때, 유플라이마의 미국 시장 진출은 최대 실적 성장을 달성할 수 있는 기회이자, 가장 중요한 반등 모멘텀이다.

1-(2). 유플라이마: 경쟁우위로 M/S 석권 전망

휴미라 바이오시밀러 시장이 역대 최대의 기회인 만큼, 이미 10여 개의 바이오시밀러가 출시를 앞두고 있다. 경쟁이 심화된 휴미라 바이오시밀러 시장에서 누가 **어떠한 경쟁우위를 가지고 M/S를 차지할지에 주목해야 한다**.

휴미라 바이오시밀러 경쟁사 현황

약품명	회사명	예상 출시일	현재 단계	제형 농도	상호교환성 (interchangeable)	구연산염 제거	라텍스 프리	주사바늘 크기	유럽 출시
암제비타	암젠	2023.01.31	출시	저	X	O	O	29G Syr. / 27G Pen	O
유플라이마	셀트리온	2023.07.01	허가 완료	고	O	O	O	29G Syr. / 29G Pen	O
하드리마	삼성바이오에피스	2023.07.01	허가 완료	저	X	X	O	29G Syr. / 29G Pen	O
하드리마 HCF	삼성바이오에피스	2023.07.01	허가 완료	고	O	O	O	29G Syr. / 29G Pen	-
실테조	베링거인겔하임	2023.07.01	허가 완료	저	O	O	X	27G Syr. / 27G Pen	O
유심리	코헤러스	2023.07.01	허가 완료	저	X	O	O	Unknown	-
AVT-02	알보텍	2023.07.01	CRL	고	O	O	O	Unknown	O
하이리모즈	산도즈	2023.07.01	허가 완료	저	X	X	X	27G Syr. / 27G Pen	O
하이리모즈 HCF	산도즈	2023.07.01	허가 완료	고	X	O	X	Unknown	-
홀리오	비아트리스	2023.07.31	허가 완료	저	X	O	O	29G Syr. / 29G Pen	O
이다시오	프레제니우스카비	2023.09.30	허가 완료	저	X	O	O	29G Syr. / 29G Pen	O
아브릴라다	화이자	2023.11.20	허가 완료	저	O	O	O	29G Syr. / 29G Pen	-
암제비타 HC	암젠	TBD	임상 3상	고	O	O	X	29G Syr. / 27G Pen	-

출처: 각 사, RFS Team 4

휴미라 바이오시밀러 시장의 판도를 가를 많은 변수가 존재하는데, 동사의 **유플라이마는 시장 점유에 유리한 조건들을 모두 충족한 상태이기에 미국 M/S를 석권할 것으로 전망**한다. 유플라이마가 가지는 경쟁력은 다음과 같다.

1) 출시 시점

바이오시밀러 시장에서는 **1) 출시 시점**이 주요한 변수이다. 시장에 먼저 진입한 First Mover가 후발주자 대비 높은 M/S를 가져가기에 최대한 빠른 출시가 시장 점유에 유리하다. 동사의 유플라이마는 올해 1월에 출시된 **암제비타 이후 가장 이른 시기에 출시를 앞두고 있어 First Mover 그룹에 속**한다고 볼 수 있다. 허가 단계에서 제조소에 대한 지적사항이 담긴 CRL을 받았지만, FDA로부터 재실사를 통해 DP CMO(완제의약품 위탁생산) 시설에 대한 VAI(적합 등급) 판정을 받으며 5월 24일 FDA 최종 승인을 받았으며, 예정대로 7월 1일 출시 예정이 유력하다.

First Mover이면서
시장 수요를 충족해야
M/S 선점 가능

2) 고농도 제형

3) 대체처방 허가

4) 구연산염 제거

5) 라텍스 프리

6) 바늘 크기 축소

7) 마케팅

최근 특허 만료 직후 동시에 여러 상품이 출시되어 바이오시밀러 시장의 경쟁이 심화되고 있다. 이에 따라 출시 시점 뿐만 아니라 **시장의 수요 조건을 충족한 바이오시밀러들이 시장을 점유할 것으로 예상된다.**

유플라이마가 **2) 고농도 제형**이라는 점이 가장 큰 경쟁력으로 작용할 것이다. 휴미라는 저농도(50mg) 제형과 고농도 제형(100mg)으로 나뉜다. 2015년 애브비에서 농도를 높여 약물 투여량을 줄인 고농도 제형 휴미라 HCF를 출시한 이후, 휴미라 시장은 고농도 중심으로 재편되었다. 현재 미국 내 **고농도 제형의 처방 비중은 80% 이상**으로 저농도 제형 대비 수요가 압도적으로 많다. 따라서 바이오시밀러도 휴미라 HCF와 유사한 고농도 제형이 더 선호될 것으로 보인다. 7월 출시되는 바이오시밀러 중 **고농도 제형은 동사 외 삼성바이오에피스, 테바, 산도즈 3개 사뿐이며**, 동사의 유플라이마는 세계 최초 고농도 바이오시밀러 제품이라는 점에서 처방 선호도가 더 높을 것으로 예상된다.

다음은 **3) 대체 처방 허가** 여부이다. 대체 처방 바이오시밀러는 오리지널과 매우 흡사해 임상적으로 차이가 없다고 판단한 약을 말하며 허가 받은 바이오시밀러는 의사의 처방 없이 약국에서 약사가 임의로 바로 오리지널 휴미라 대신 처방할 수 있게 된다. 따라서 대체 처방으로 지정 받은 동사의 유플라이마는 휴미라 대신 처방될 수 있는 **처방 횟수 확대의 기회를 확보한 셈이다.**

또한, 유플라이마는 투여 시 통증을 유발하는 **3) 구연산염을 제거**하고 라텍스 알레르기를 방지하기 위해 **4) 라텍스 프리** 버전으로 개발되었다. **5) 바늘 크기도 29게이지로 줄이면서** 제품 차별화를 하며 비교우위를 확보하였다.

또한, 처방 의사에게 선택받기 위한 **7) 마케팅** 요소도 중요하다. 의약품 마케팅은 제한적이고, 연구에 가까워서 장기간 누적된 연구 결과와 생산 설비, 그리고 임상데이터가 선택 기준으로 작용한다. 따라서 바이오시밀러 분야의 선구자인 동사의 누적된 데이터, 생산 역량, 노하우와 유플라이마의 유럽 진출 경험이 강력한 마케팅 포인트로 작용할 것이라 예상된다.

1-(3). PBM 급여 등재로 가격경쟁력까지 확보

PBM formulary
상위티어 등재 시
환자 본인부담금 감소 →
수요 증대 → 점유율 확대

바이오시밀러의 미국 시장 진입에 있어 FDA 승인뿐만 아니라 그 이후도 중요하다. **PBM formulary(처방 약 목록) 등재가 향후 시장점유율 확대에 큰 영향을 미친다.** 'PBM(Pharmacy Benefit Manager)'이란 보험사와 제약사의 중개자로, 보험사를 대신해 처방약 목록(Formulary)을 관리하는 막강한 권한을 가진다. 처방약 목록은 보험 가입자가 가입된 보험 플랜에서 커버해 주는 약제 리스트로, 그 안의 티어값에 따라 **환자부담금이 감소**한다. 즉, 비슷한 임상효과를 가진 약이라면 환자 입장에서선 PBM에 등재된, 티어가 높은 약을 선택하며, 이는 해당 약에 대한 수요 증대로 이어진다. 따라서 동사의 유플라이마가 **PBM 처방약 목록에 등재, 그 안에서도 상위 티어에 등재되는 것이 미국 시장 점유율 확대에 중요하다.**

2022년 11월 3대 PBM사 중 하나인 OptumRX에서 세 개의 바이오시밀러를 휴미라와 동등한 티어로 분류할 것이라 발표하였으며 이어 Express Scripts에서도 처방약 목록에 휴미라 바이오시밀러를 등재할 것을 밝혔다. PBM 처방약 목록 등재 협상 시 휴미라 바이오시밀러의 경우 가격, 공급 안정성, 시장인지도, 효능, 안정성 등의 항목들이 주요 평가 기준이 될 것으로 보인다.

휴미라 바이오시밀러 PBM등재 가능성 비교

기준	세부항목	셀트리온	삼성바이오에피스	Alvotect
가격	단가	우위(다년간 생산-> 타사대비 낮은 단가 기대)	-	-
	리베이트	알 수 없음		
공급안정성	생산능력	CMO시설 적합등급 판정	삼성바이오로직스 CMO우위	시설결함->FDA승인거절
시장인지도	-	-		
효능	고농도, 대체조제 여부 등	O	O	O
안정성	라텍스프리	O	O	O
기타	약가정책, 파이프라인	다수 파이프라인 보유		

출처 : RFS Team 4

PBM 급여 등재 가능성, 필수 조건 갖춘 유폴라이마

현재 임상 진행 중인 휴미라 바이오시밀러 10여 개의 제품 중 효능(고농도, 대체조제개발)과 안정성 측면(라텍스 프리)에서 가장 높은 성과를 보인 셀트리온, 삼성바이오로직스, 알보텍 3사에 대하여 PBM 처방약 목록 등재 가능성을 비교해 보았다.

1) 가격: 동사는 타사 대비 낮은 단가의 공급으로 강한 가격경쟁력을 가질 것으로 기대된다. 동사는 원료물질 자체 생산시설을 보유하고 있으며, 세포주 개발부터 판매까지 전(全) 단계 시스템을 갖추고 있어 비용 절감이 가능하다. 또한 3사 중에서도 2002년 설립되어 (삼성바이오로직스는 2011년, 알보텍 2013년) 세계 최초 항체 바이오시밀러 개발사로 시밀러 시장의 선두 주자로 평가받으며, 다년간 생산 노하우를 가지고 있어 이점 역시 가격경쟁력에 힘을 더할 것으로 보인다.

2) 생산 안정성: 2023년 4월 알보텍의 AVT-02는 높은 효능과 안정성에도 불구하고 생산 시설 결함을 해결하지 못해 FDA 승인이 거절된 바가 있다. 동사는 지난 5월 24일 최종적으로 CMO시설 생산 가능(VAI) 판정을 받으며 판매 승인을 받았다. 한편 삼성바이오로직스는 CMO에서 우위를 가지고, 글로벌 제약사 자회사로 미국시장에서 바이오시밀러 판매 경험이 있어 PBM과의 협상에서 상대적으로 능숙할 수 있다. 하지만 셀트리온에서 올해 2월 글로벌 제약사에서 바이오시밀러 사업을 성공적으로 이끈 토마스 누스비켈을 CCO로 영입했으며, 셀트리온헬스케어의 본격적인 직판체계를 통해 공급 안정성을 강화하여 협상의 교섭력을 높일 수 있을 것으로 전망된다.

3) 시장인지도: 1Q23기준 미국 시장점유율 31.4%를 차지하는 램시마V와 점유율 30%를 차지하는 트룩시마로 시장인지도가 제고되고 있다.

또한 **4) 효능과 안정성:** 고농도, 대체조제 여부, 라텍스 프리를 모두 만족한다.

Investment Point 2. 기존 제품의 견조한 성장

2-(1). 유일무이한 램시마SC의 경쟁력

램시마, 램시마SC란?

램시마는 동사의 바이오시밀러 중 가장 높은 매출 비중을 차지하고 있다. 1Q23 기준, 램시마의 매출 비중은 46%로서, 그중에서도 램시마SC는 4Q22, 3%에서 1Q23, 27%로 성장하며 괄목할 만한 성과를 보이고 있다. 램시마(Remsuma)는 자가면역질환 치료제로써, J&J의 오리지널 의약품인 레미케이드(Remicade)의 바이오시밀러이다. 레미케이드는 류마티스 관절염, 강직성 척추염, 궤양성 대장염, 건선성 관절염, 크론병 등의 치료제로 사용된다. 램시마SC는 램시마IV를 자가투여가 가능한 피하주사형 제제로 만든 세계 최초의 인플릭시맵(Infliximab)제제이다.

동사는 바이오시밀러 제품 개발 및 생산을 주력으로 하고 있으나, 바이오시밀러는 초기에 수익률이 좋고 향후 가격이 인하되면서 수익률이 감소하는 특성이 있다. 따라서 약가 인하 위험을 방어할 수 있고 수익성을 개선할 수 있는 바이오시밀러에 주목해야 하는데, 그것이 바로 램시마SC이다.

① 램시마SC, 유일무이

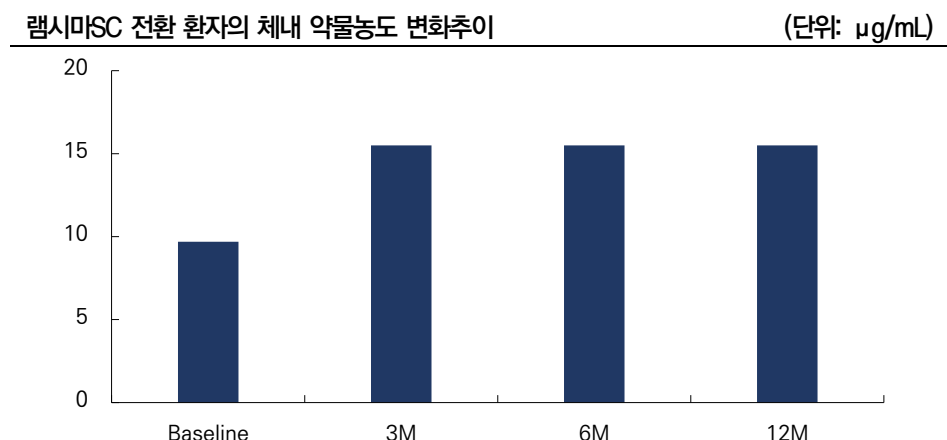
램시마를 주목해야 하는 이유

① 경쟁제품 無

램시마SC는 레미케이드 시장에서 유일한 피하주사 제형으로써, 별도의 경쟁 제품이 없다는 것이 특징이다. 램시마SC가 개발되기 전, 인플릭시맵 제제를 투여하기 위해서는 병원에 방문하여 정맥 속에 주사하는 방식이었다. 통상적으로 발병 초기 ① 인플릭시맵 제제로 투여를 하고 ② 이후 자가주사가 가능한 휴미라나 엔브렐 등의 다른 성분의 제품을 이용하였다. 따라서 환자들의 입장에서는 치료제 외에 정맥주사 투여 비용까지 이중 부담을 지는 셈이었다. 그러나 동사는 오리지널 의약품을 개발한 J&J도 실패한 SC제형을 개발하며, 병원 방문으로 인한 비용을 경감시키고 환자 자가 투여를 가능하게 하면서 가격 경쟁력을 향상시켰다. 또한 동사는 제형 개발 단계부터 생산, 투여법 등 130여개 국에 이중 특허를 출원하여 진입 장벽을 세웠으며, 램시마SC의 바이오시밀러를 출시하려면 2038년에나 가능한 실정이다.

② 램시마SC, 바이오베터(Biobetter)로 진화

② 바이오시밀러에서 바이오베터로



출처 : 셀트리온 헬스케어, RFS Team 4

일각에서는 램시마SC를 바이오시밀러가 아닌 바이오베터(Biobetter)의 개념으로 바라보고 있다. 바이오시밀러는 오리지널 의약품의 유사한 효능을 나타내는 것이나, 바이오베터는 효능·안전성·편의성 등에서 한 단계 더 나아간 일종의 개량신약이다. 장기적인 질환 관리에는 약물 농도의 변화 폭이 크지 않고, 꾸준히 높은 상태를 유지하는 것이 중요하다. 오리지널 의약품인 레미케이드를 포함하여 인플릭시맙 성분 IV제형에서 램시마SC로 교체 처방한 염증성 장 질환(IBD) 환자들을 분석한 결과, 기존 투여 받던 인플릭시맙 IV 제형 용량과 무관하게 120mg의 단일 용량의 램시마SC로 전환한 환자들은 약물 농도 최저치가 유지되거나 유의미하게 높아졌다. 이처럼 램시마SC는 병원에 가는 횟수를 줄여 비용 부담을 경감시킬 뿐 아니라 효능 측면에서도 유의미한 결과를 보여주었다.

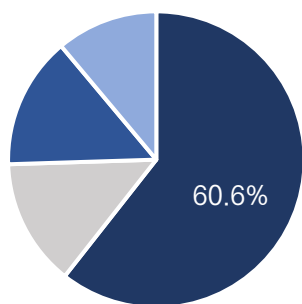
2-(2). 램시마IV와 램시마SC의 투트랙

듀얼 포مول레이션, 동반상승 견인

독보적인 경쟁력에 더해 램시마SC는 램시마와의 동반 상승을 견인한다. 과거 환자들은 병원에 방문하여 ① 인플릭시맙 제제를 투여하고 ② 자가 주사가 가능한 다른 성분의 제품을 이용하였다. 그러나 자가 투여가 가능한 램시마SC 출시 이후, 환자들은 경쟁 인플릭시맙 의약품에서 램시마로 스위칭(switching)하여 ① 램시마IV를 투여받고 ② 램시마 SC로 유지치료를 하는 듀얼 포مول레이션(Dual Formulation) 처방을 받는 사례가 지속되고 있다. 듀얼 포مول레이션은 내원 초기에 램시마IV를 처방한 후 환자가 병원 방문 없이 램시마SC를 자가 투여함으로써 약효를 유지하며 치료 효과를 극대화하는 처방 전략으로, 두 제형의 장점만을 취할 수 있다. 이는 성분 변경 없이 인플릭시맙 단일 성분을 자가면역 질환 환자들에게 제형을 변경해 처방할 수 있게 하며 편의성과 효능을 극대화할 수 있다.

EU5: 독일, 영국,
프랑스, 이탈리아, 스페인

4Q22 유럽시장 점유율

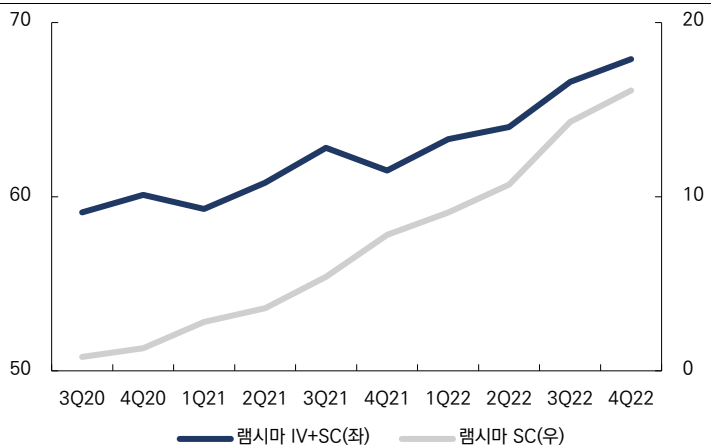


■ Celltrion(IV+SC) ■ J&J ■ A Biosimilar ■ B Biosimilar

(단위 : %)

4Q22 EU5 점유율

(단위 : %)



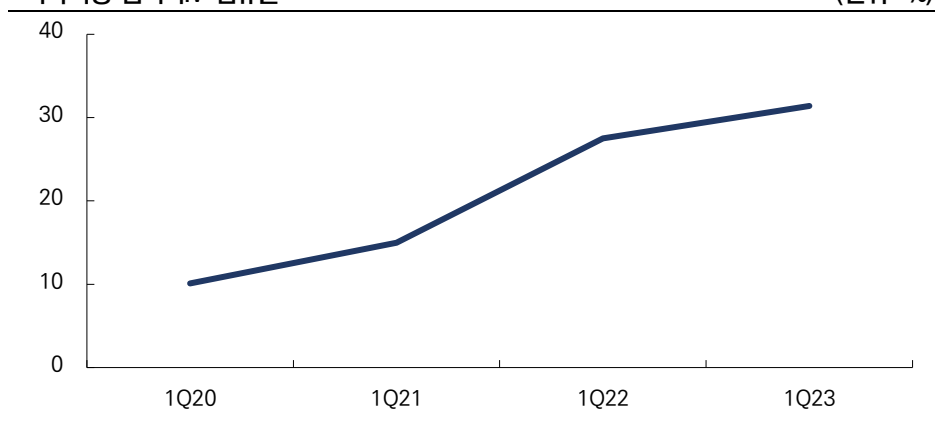
출처 : 셀트리온IR, RFS Team 4

출처 : 셀트리온IR, RFS Team 4

이러한 시너지 효과로 **램시마IV와 램시마SC의 합산 점유율 상승을 전망할 수 있다**. 4Q22기준, 유럽시장 내 램시마IV와 램시마SC의 합산 점유율은 60.6%를 기록하며 과점체제를 보여주고 있다. 램시마는 2017년 항체 바이오시밀러 가운데 세계 최초로 오리지널 시장 점유율을 넘어섰고, 6년 연속 유럽 인플릭시맙 시장 내에서 1위를 유지하고 있다. 실제 벨기에의 경우 램시마SC가 출시된 2021년에 45%였던 램시마IV의 점유율이 2022년 3분기 66%를 기록하며 21%p 급증하였다. 이러한 현상은 램시마SC의 성장세가 가파른 독일, 핀란드 등에서도 확인되고 있으며, 제형 간의 시너지를 통한 점유율 동반 상승은 다른 유럽 국가들로도 확대될 전망이다.

미국시장 램시마IV 점유율

(단위 : %)



출처 : 셀트리온IR, RFS Team 4

**램시마 SC,
이제는 미국이다**

램시마SC만의 독보적인 경쟁력과 유럽 시장 내 고성장이 선례가 되어, 램시마SC의 미국 시장 진입은 긍정적인 전망이다. 램시마는 북미, 유럽, 아시아, 중남미 등 신규 지역에서 신규 판매와 공급이 확대되며 매년 1조 원이 넘는 처방액을 기록하고 있다. 시장 확대에 의해 실사용 데이터가 축적됨에 따라, 의료진과 환자들로부터 신뢰를 높이고 제품 경쟁력을 강화하고 있다. 이는 미국 시장 진입에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

또한 램시마SC를 단순히 바이오시밀러로 바라보지 않게 되면서, 실제 FDA는 램시마SC를 바이오시밀러가 아닌 신약에 준해 허가심사를 진행하고 있다. 이에 동사는 오리지널 의약품과 동등성을 입증하는 대신 위약 대비 효과를 검증하기 위한 3상 임상 시험을 진행하고 있다.

더불어 램시마SC가 미국 시장에 진입한다면, 유럽 시장과 같이 듀얼 포물레이션으로 램시마IV와 램시마SC의 동반 성장을 기대할 수 있다. 미국은 현재 램시마SC가 출시되기 전으로써 1Q23기준, 램시마IV의 점유율은 31.4%로 꾸준히 상승하는 경향을 보여주고 있다. 여기에 램시마SC 판매가 본격적으로 시작된다면 유럽 시장과 같이 램시마IV와의 시너지 효과가 발휘되어 더욱 가파른 성장을 기대할 수 있다.

2- (3). 항암 계열 바이오시밀러 주목: 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마

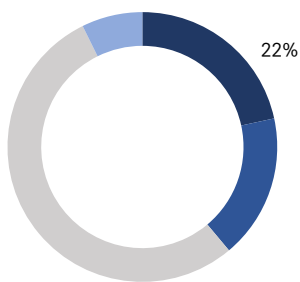
오리지널 의약품을
능가하는 트룩시마와
허쥬마

동사는 램시마IV, 램시마SC 이외에도 바이오시밀러인 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마 제품군을 공급하며 견조한 성장세를 보여주고 있다. 2017년에 출시된 트룩시마는 로슈의 혈액암 치료제 '맵테라(리툽시맵)'의 바이오시밀러이고, 2018년에 출시된 허쥬마는 로슈의 유방암 및 위암 치료제 '허셉틴(트라스투주맵)'의 바이오시밀러이다. 가장 최근인 2022년에 출시된 베그젤마는 로슈의 유방암 및 전이성 직장결암 치료제인 '아바스틴(베바시주맵)'의 바이오시밀러이다. 전 세계적으로 암 발병률이 증가함에 따라 항암제 시장의 고성장이 전망되며, 오리지널 의약품의 특허 만료에 따라 항암 계열 바이오시밀러인 동사의 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마의 성장에 주목한다.

특히, 트룩시마와 허쥬마는 각 유럽과 일본에서 오리지널 의약품인 맵테라와 허셉틴을 넘어선 점유율을 보여준다. 트룩시마는 맵테라(리툽시맵) 시장에서 점유율이 2018년 8%에서 2022년 25%로 확대됐고, 현재 동사의 트룩시마만 맵테라(리툽시맵) 시장에서 바이오시밀러로 단독 발매된 상태이다. 4Q22 기준 유럽 시장에서 오리지널 의약품인 맵테라는 17.3% 점유율에 그쳤지만, 트룩시마는 21.6%의 점유율을 기록하였다. 또한, 1Q23 기준 미국 시장에서 트룩시마가 약 30%의 점유율을 달성하면서 안정적인 성장세를 보여준다. 허쥬마는 일본 시장에서 2019년 8월 유방암 3주 요법 허가를 취득하면서 그 이후 꾸준히 점유율을 높여갔고, 현재 59%의 높은 시장 점유율을 기록하며 오리지널 의약품인 허셉틴의 점유율을 압도하는 모습을 보여주고 있다. 따라서, 허쥬마의 매출은 2018년 77억 원에서 2022년까지 4년 새 3.7배 증가하며 꾸준한 매출 성장을 보여줬다. 여기에 더해, 셀트리온헬스케어가 지난해 전 제품을 대상으로 직접판매 체계를 구축한 만큼 앞으로 트룩시마와 허쥬마의 유럽 공급이 크게 늘어나 두 제품의 향후 매출 성장이 기대된다.

4Q22 트룩시마 유럽 시장 점유율

(단위: %)

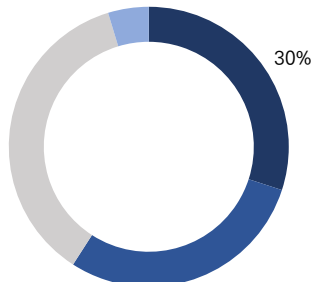


■ 트룩시마 ■ 맵테라 ■ A 바이오시밀러 ■ B 바이오시밀러

출처: 기업IR 자료, RFS Team 4

4Q22 트룩시마 미국 시장 점유율

(단위: %)

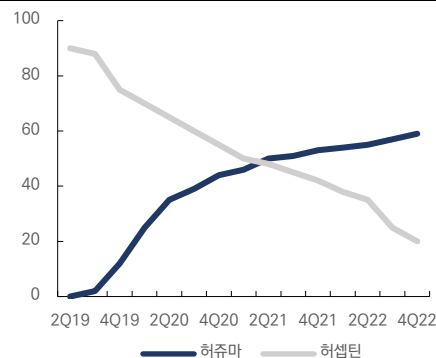


■ 트룩시마 ■ 리툽산 ■ A 바이오시밀러 ■ B 바이오시밀러

출처: 기업IR 자료, RFS Team 4

허쥬마 일본 시장 점유율

(단위: %)



출처: Dart, RFS Team 4

**베그젤마: 유럽&미국
성공적인 진출**

베그젤마는 베바시주맵 바이오시밀러 중 후발주자임에도 불구하고 유럽과 미국에서 공급량 확대가 예상된다. 1) 높은 생산 수율에 기반한 원가를 바탕으로 한 가격 경쟁력 확보와 2) 동사의 항암 계열 바이오시밀러 제품들이 유럽 점유율 선두를 유지하며 성과를 지속하고 있는 점을 그 이유로 제시한다.

실제로 2022년 10월 유럽에 출시된 이후 이러한 경쟁력을 바탕으로 향후 몇 년간 안정적으로 베그젤마를 공급할 계획이다. 미국에서 베그젤마는 2023년 4월에 출시하는 동시에 미국 연방정부가 제공하는 노인의료보험제도 메디케어 환급 대상 의약품 목록에 등재되는 성과를 이뤄냈으며, 여기서 전체 인구의 20%가 메디케어에 가입했다는 점이 주목할 만하다. 작년 글로벌 베바시주맵 시장 규모는 64억 1300만달러(약 8조 5800억)에 달하며, 이 중 60% 이상에 해당하는 유럽과 미국 시장을 공략해 트룩시마와 허쥬마에 이어 동사의 3번째 항암 계열 바이오시밀러 기대주로 떠오른다.

즉, 동사의 바이오시밀러 제품은 기존 시장에서 견고한 캐시카우 역할을 할 것이다. 이와 동시에, 지속적인 신시장 진출을 통해 고성장을 이끌며 바이오시밀러 분야 최강자로 입지를 다져나갈 것이다.

Investment Point 3. 풍부한 R&D 모멘텀

3-(1). 미래의 현금흐름을 창출할 파이프라인

셀트리온 파이프라인 현황

오리지널	프로젝트	적응증	개발현황	시장규모	출시 예정일(미국/유럽)
졸레어	CT-P39	알레르기성 천식, 두드러기	허가 준비	5조원	2025 / 2024
프롤리아	CT-P41	골다골증, 골 소실	임상 3상	8조원	2025
아일리아	CT-P42	당뇨병성 황반부종	허가 준비	13조원	2024 / 2025
스텔라라	CT-P43	건선, 크론병, 궤양성 대장염	허가 준비	23조원	2024
악템라	CT-P47	류마티스 관절염	임상 3상	4조원	2026 / 2025
오클레부스	CT-P53	다발성경화증	임상 3상 신청	9조원	-

출처 : RFS Team 4

파이프라인 개발을 통한 성장동력 확보

동사는 2023년 파이프라인 확대를 통해 **5개의 제품 믹스 추가, 1개의 임상 개시**를 진행중에 있다. 이를 위해 현재 6개의 주요 바이오시밀러 프로젝트가 진행 중이며, 임상 승인을 위한 노력을 기울이고 있다. 3개 파이프라인(CT-P39, CT-P42, CT-P43)은 임상을 통해 성능과 안정성을 확인받은 후, 판매 허가를 위한 준비단계에 있다. 2개 제품들(CT-P41, CT-P47)은 임상 3상이 진행 중이며, 오클레부스 바이오시밀러(CT-P53)은 임상 3상 진입을 위한 신청을 마무리했다.

셀트리온 파이프라인과 경쟁사 비교

파이프라인	CT-P39	CT-P43	CT-P53
개발 단계	허가 신청	허가 준비	임상 3상 신청
경쟁 제품	3상 진행 - 2개 (TEVA, Synermore Bio) 1상 완료 - 2개	허가 신청 - 1개 (Alvotech) 3상 진행 - 6개 (Amagen, Samsung Bioepis, Stgen Bio 등)	글로벌 경쟁자 X

출처 : RFS Team 4

빠른 출시 시점은 곧 제품의 경쟁력

빠른 제품 출시를 통해 점유율을 확보하는 **‘First Mover’ 전략**은 **바이오시밀러 산업의 핵심 경쟁력**이다. 현재 동사의 주요 파이프라인 6개 중 3개는 경쟁사와 비교 시 선두 그룹으로 임상 과정을 진행 중이며, 빠른 시장 침투가 예상된다. 졸레어 바이오시밀러 CT-P39는 경쟁 제품 중 가장 빠르게 임상 3상을 완료한 후 허가 준비에 나섰다. 2023년 4월 유럽의약품청에 품목허가를 신청했으며, 동사는 해당 제품을 통해 알레르기 질환으로 제품 분야를 확대해 나갈 예정이다.

빠른 출시 + 시장 규모 스텔라라 바이오시밀러

스텔라라 바이오시밀러 CT-P43은 **빠른 임상 진행과 큰 시장 규모의 시너지 효과**가 전망된다. 스텔라라의 시장 규모는 23조 원으로, 현재 업계에서 가장 뜨거운 오리지널 의약품인 휴미라(41조 원)의 절반에 해당하는 규모이다. 현재 CT-P43은 임상 3상을 완료한 후 판매 허가 준비 중인데, 허가 단계에 있는 알보텍의 AV104와 함께 **선두 그룹에 위치**해 있다. 큰 규모를 가진 스텔라라 바이오시밀러 시장에서 한발 빠른 침투가 예상되는 현재 상황은 동사의 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.

진정한 'First Mover' 오클레부스 바이오시밀러

경쟁자 없는 독보적 파이프라인 CT-P53에 주목해야 한다. 다발성경화증 치료제 오클레부스 바이오시밀러 CT-P53은 4월 유럽에 이어 5월 미국 FDA에 임상 3차 실험을 신청했다. 오리지널인 오클레부스는 9조 원의 시장 규모를 가지고 있으며, 다발성경화증 의약품 시장 점유율 1위를 차지하고 있는 블록버스터 의약품이다. 해당 시장은 아직 임상에 진입하지 못한 폴파마의 초기 개발품을 제외하면, 경쟁자가 없는 블루오션이다. 따라서 임상이 원만하게 진행된다면 'First Mover'로 시장 진입이 확실시될 것이다.

한편, 동사는 2025년까지 11개 제품 개발 계획에 더해서, 2030년까지 11개 제품을 추가해 **누적 22개 제품을 개발하겠다는 3rd wave 전략**을 발표했다. 특허가 만료되는 블록버스터 의약품에 대한 파이프라인 추가 및 개발을 통해 바이오시밀러 업계의 선두 주자로 도약하는 것을 목표로 가지고 있다. 지속적인 R&D 활동을 통한 꾸준한 바이오시밀러 개발은 동사의 풍부한 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다.

3-(2). 새로운 제형으로 경쟁력을 갖추다.

또한 동사는 **제형 다각화를 통해 제품 경쟁력 향상**에 나선다. 제형이란 '의약품을 사용 목적이랑 용도에 맞게 적절한 형태로 만든 것'으로 경구제, 주사제, 연고제 등의 형태가 존재한다. 최근 제약/바이오 업계에서는 제형 다각화를 통해 복용 편의성, 치료 효과성 등을 강화하며 새로운 경쟁력을 확보하는데 집중하고 있다. 동사의 주력 제품인 램시마SC가 IV(정맥주사)제형을 SC(피하주사)제형으로 다각화한 것이 대표적 예시이다. 동사 외 제형 다각화 사례는 노보노디스크의 경구용 GLP-1 치료제 '리벨서스'가 대표적이다. 해당 제품은 경구제 형태로, 환자의 투약 편의성을 높여 소비자에게 긍정적인 반응을 얻었다. 이를 바탕으로 빠른 성장세를 보이며 2022년 1조 4천억 원(YoY +114%)의 매출을 달성했다. 또한 노보노디스크는 GLP-1 시장을 이미 과점하고 있었지만, 리벨서스의 성장에 힘입어 54.9%(YoY+2.2%)로 점유율을 확대하는 모습을 보였다. 따라서 **제형 다각화는 포화된 시장에서도 새로운 성장 기회를 창출해 낼 수 있는 경쟁력**이다.

제형 다각화 사례

제품명	램시마SC	리벨서스
성분명	Infliximab	GLP-1
제조사	셀트리온	노보노디스크
제형 변경	IV(정맥주사) → SC(피하주사)	IV(정맥주사) → 경구제
비고	유럽 M/S 25%(1Q20) → 60.6%(4Q22)	M/S 52.7% (2021) → 54.9%(2022)

출처 : RFS Team 4

셀트리온의 경쟁력, 제형 다각화

동사는 기존 파이프라인을 활용해 제형 다각화를 진행 중이다. 동사와 라니 테라퓨틱스의 협업을 통해 스텔라라 바이오시밀러 **CT-P43의 IV제형을 경구제로 전환하는 연구**를 진행 중이다. 라니 테라퓨틱스는 SC, IV 제형을 경구제로 전환하는 독자적 플랫폼 기술을 가지고 있는데, 이를 활용해 연내 1상 착수 예정이다. 또한, 아일리아 바이오시밀러 **CT-P42의 제형 변경 계획도 발표**되었다. 오리지널인 아일리아는 안구에 직접 주사하는 방식을 사용하여 환자의 부담과 고통이 크다는 단점이 있다. 동사는 해당 약품에 대해서 바이오베터 방식으로 제형을 변경할 의향이 있음을 밝혔다. 동사는 동일한 효과를 가진 제품을 새로운 제형으로 출시함으로써, 환자들의 접근성을 높이고 다양한 수요를 충족시킬 예정이다. 따라서 이는 동사의 새로운 성장 동력, 성장 모멘텀이 될 것으로 예상된다.

III . Valuation

동사는 10년 이내 다수의 파이프라인이 출시가 예정되어 있어, 미래 현금흐름에 대한 고려가 필수적이다. 또한 유사한 사업을 영위하는 Peer Group 산정이 어려워 **DCF Valuation 방식의 추정**이 합리적이라고 판단하였다.

미국 내 유플라이마 M/S 변동이 동사의 실적에 유의미한 영향을 미칠 것으로 예상됨에 따라, PBM 등재 여부를 기준으로 Valuation을 진행하였다.

‘유플라이마’의 미국 M/S 추정 방식

본 보고서의 Investment point1의 논의를 종합해 보았을 때, **선두 그룹에 속하고, 고농도 제형이며, PBM 등재가 된 바이오시밀러들이 M/S를 석권할 것으로 전망**한다. 어느 정도의 속도로 얼마나 시장을 점유할 것인지에 대한 근거는 다음과 같다.

[유플라이마 미국 M/S 추정 논리]

- 1) 암제비타 1월 출시 이후, 2달 동안 미국 휴미라 시장의 약 1% 점유
- 2) 미국에서 가장 오랜 기간 침투 중인 바이오시밀러의 31분기 후 점유율이 약 70%로 완만
- 3) 유럽 휴미라 바이오시밀러 시장에서는, 선두 그룹에 속하고 경쟁력을 보유한 3사가 현재 각각 10~20% 내외의 M/S를 보이며 바이오시밀러 시장 과점
- 4) 미국 Major PBM 3사의 점유율이 약 80%에 달함
- 5) 2022년 기준, 휴미라 시장은 고농도 제형 85%, 저농도 제형 15%로 이루어짐
- 6) 현재 미국은 유럽에 비해 바이오시밀러 시장 침투에 우호적인 정책이 상대적으로 적은 환경
- 7) 동사의 미국 진출 바이오시밀러(인플렉트라)의 시장 점유율 추이

1) Base case

Base case는 유플라이마의 미국 PBM 미등재를 가정하고 추정한다. 동사를 제외한 3개사(암젠, 삼성바이오에피스, 테바)가 PBM에 등재되는 것으로 가정하고 점유율을 추정하였다.

동사의 목표주가는 203,000원으로 상승여력 17.3%를 제시한다.

Base case Valuation

Perpetuity Growth Method (영구성장 방법론)	
Terminal growth rate(g)	4.5%
WACC	6.5%
Terminal Value	48,163,213
PV of TV	25,627,731
Σ PV of FCF	927,540
EV:	26,555,271
순부채:	259,288
주주가치:	27,945,523
(+) 총유통주식수	137,792,707주
추정주가:	202,808원
목표주가:	203,000원
현재주가:	173,100원
상승여력:	17.3%

출처 : RFS Team 4

2) Bull case

Bull case는 유플라이마의 미국 PBM 등재를 가정하고 추정한다. 동사를 포함한 3개사(셀트리온, 암젠, 삼성바이오에피스)가 PBM에 등재되는 것으로 가정하고 점유율 추정하였다.

동사의 목표주가는 257,000원으로 상승여력 48.5%를 제시한다.

Bull case Valuation

Perpetuity Growth Method (영구성장 방법론)	
Terminal growth rate(g)	4.5%
WACC	6.5%
Terminal Value	31,745,966
PV of TV	32,855,138
Σ PV of FCF	1,189,120
EV:	34,044,258
순부채:	259,288
주주가치:	35,434,510
(+) 총유통주식수	137,792,707주
추정주가:	257,158원
목표주가:	257,000원
현재주가:	173,100원
상승여력:	48.5%

출처 : RFS Team 4