유진투자증권

2020 OUTLOOK

2019.12.03

2020 산업전망

제약 / 바이오



K-바이오의 엔진

바이오시밀러



바이오 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
바이오의약품	사람이나 다른 생물체에서 유래된 것을 원료 또는 재료로 하여 제조한 의약품
바이오시밀러	특허가 만료된 바이오의약품에 대한 복제약
바이오베터	바이오의약품을 보다 우수하게 개량한 의약품. 오리지널 의약품의 특허에 영향을 받지 않아 신약과 같은 높은 수익성을 갖고, 리스크가 적다는 특징이 있음
TNF 알파억제제	염증반응, 급성기 반응의 원인인 사이토카인 TNF-알파를 억제하는 자가면역질환 치료제
사이토카인(cytokine)	면역 세포가 분비하는 단백질
IBD	염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease)
자가면역질환	자가 면역으로 나타나는 질병. 정상적인 화학 물질과 신체의 일부 세포들에 대해 면역계가 잘못된 반응을 일으켜 나타나는 질병
온트루잔트	(성분명:Trastuzumab) 삼성바이오에피스가 개발한 허셉틴의 바이오시밀러. 오리지널 허셉틴은 유방암 및 위암 표적치료제로 로슈가 개발
베네팔리	(성분명:Etanercept) 삼성바이오에피스가 개발, 바이오젠이 판매하는 엔브렐의 바이오시밀러. 오리지널 엔브렐은 자가면역질환 치료제로 암젠이 개발
임랄디	(성분명:Adalimumab) 삼성바이오에피스가 개발한 휴미라의 바이오시밀러. 오리지널 휴미라는 자가면역질환 치료제로 애브비가 개발
플릭사비	(성분명:Infliximab) 삼성바이오에피스가 개발한 레미케이드의 바이오시밀러. 미국 제품명은 렌플렉시스. 오리지널 레미케이드는 자가면역질환 치료제로 존슨&존슨이 개발
램시마	(성분명:Infliximab) 셀트리온이 개발한 레미케이드의 바이오시밀러
램시마SC	레미케이드의 바이오베터로, 피하주사제형(SC, Subcutaneous Injection). 램시마는 정맥주사제제형(IV, Intravenous injection)
트룩시마	(성분명:Rituximab) 셀트리온이 개발한 리툭산의 바이오시밀러. 오리지널 리툭산은 비호지킨 림프종 등의 치료제로 로슈가 개발
허쥬마	(성분명:Trastuzumab) 셀트리온이 개발한 허셉틴의 바이오시밀러

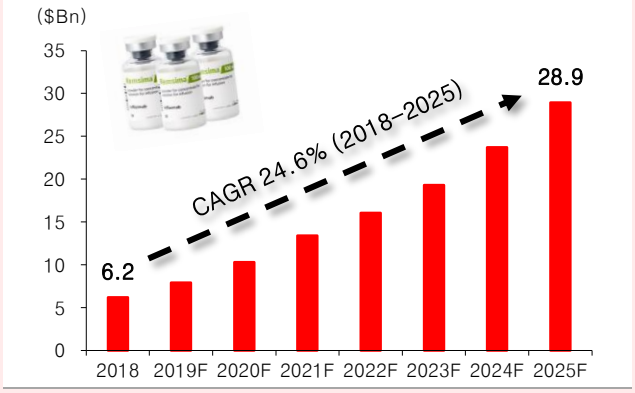
Summary

<2020 EUGENE's View>

글로벌 바이오시밀러 시장이 개화되고 있고 셀트리온(셀트리온헬스케어)와 삼성바이오(바이오에피스)가 선두주자로 시장을 견인하고 있다. 바이오시밀러는 기존의 자가면역 질환치료제에서 항암제, 안과질환치료제, 희귀질환 치료제로 확대되고 있다. 2019~2023년 셀트리온헬스케어와 삼성바이오에피스의 연평균 매출 성장률은 각각 33%, 32%로 추정된다. 2020년부터 매출과 이익의 고성장 국면에 진입하는 대한민국 두 바이오시밀러 업체들의 투자 매력이 여타업체들 대비 높을 것으로 판단된다.

바이오시밀러 시장 고성장세 전망

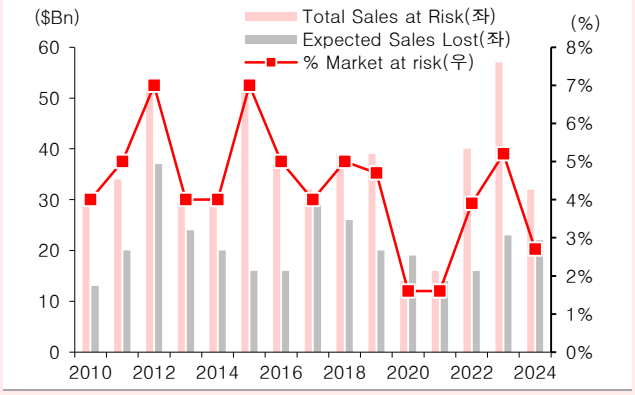
바이오시밀러 시장, 연평균 25% 성장 전망



자료: 유진투자증권

- 글로벌 바이오시밀러 시장의 연평균 성장률은 25%로 처방약 시장 성장률 대비 4배 이상 높아
- **자가면역 질환치료제에서 항암제, 안과질환치료제, 희귀약품 치료제로 바이오시밀러 영역 무한 확장 중**

특허만료 의약품 증가로 바이오시밀러 시장 확대일로



자료: EvaluatePharma, 유진투자증권

- 글로벌 상위 매출액 15개 바이오약품들 대부분 2020년대에 특허만료
- **향후 10년간 바이오시밀러가 대체할 수 있는 바이오시장만 약 100조원에 달해**

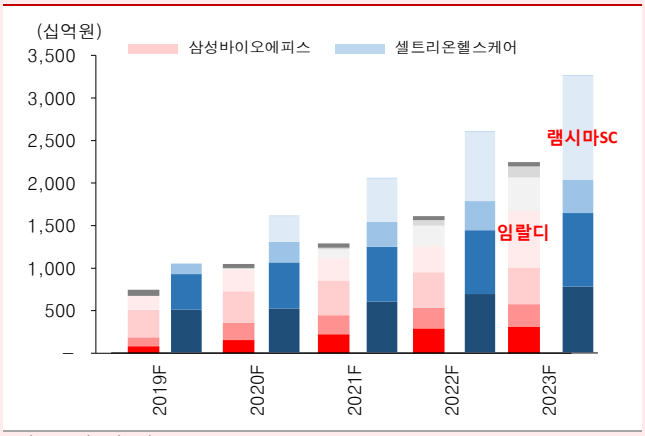
2018년 기준 상위 15개 바이오의약품들 10년내 특허만료

약품명	성분명	오리지널 제약사	2018 Sales ($Bn)	특허만료 시기	
				유럽	미국
Humira	Adalimumab	Abbvie	19.9	2019	2023
Opdivo	Nivolumab	Bristol-Myers Squibb, Ono Pharmaceutical	7.6	2026	2026
Keytruda	Pembrolizumab	Merck & Co.	7.2	2028	2036
Enbrel	Etanercept	Amgen	7.1	2015	2028
Herceptin	Trastuzumab	Genentech	7.1	2014	2019
Avastin	Bevacizumab	Genentech	6.9	2022	2019
Rituxan/mabthera	Rituximab	Roche, Biogen Idec/Genentech	6.8	2013	2019
Eylea	Aflibercept	Bayer, Regeneron Pharmaceuticals	6.6	2022	2020
Remicade	Infliximab	J&J	5.9	2015	2018
Stelara	Ustekinumab	J&J	5.2	2024	2023
Neulasta	Pegfilgrastim	Amgen	4.5	2015	2015
Lantus	Insulin Glargine	Sanofi	4.0	2015	2015
Lucentis	Ranibizumab	Genentech, Novartis	3.7	2022	2020
Victoza	Liraglutide	Novo Nordisk	3.7	2022	2023
Botox	Clostridium Botulinium Toxin Type A	Allergan	3.6	2015	2018
Total			99.4	-	

자료: 업계 자료, 유진투자증권

국내업체들 글로벌 바이오시밀러 시장 주도

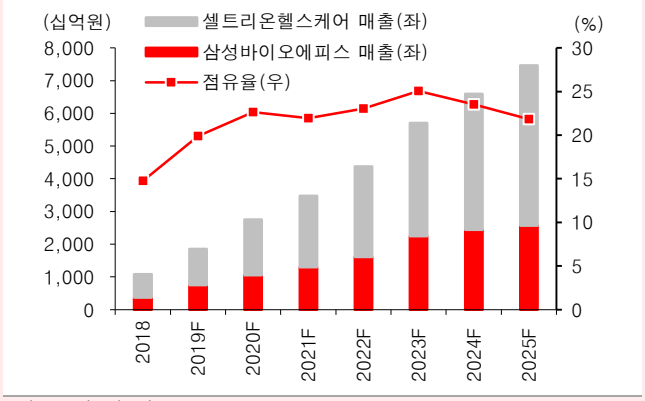
삼성바이오에피스, 셀트리온헬스케어 매출액 추이



자료: 유진투자증권

- 2019~2023년 셀트리온(셀트리온헬스케어), 삼성바이오(삼성바이오에피스)의 연평균 매출액 성장률은 각각 33%, 32%로 고성장 예상
- 셀트리온 램시마SC, 삼성바이오에피스는 임랄디가 성장동력

삼성바이오, 셀트리온 시장점유율 전망



자료: 유진투자증권

- **국내 두 업체가 글로벌 바이오시밀러 시장 점유율 선두권인 것으로 추정**
- 두 업체의 합산 매출 기준 글로벌 시장 점유율은 **2019년 20% 수준에서, 2023년에는 25%로 상승할 것으로 전망**

추천종목 및 투자포인트

종목명 (코드)	투자의견	목표주가	투자포인트
셀트리온 (068270.KS) 담당 애널리스트: 한병화	BUY	250,000원	▪ 2020년부터 성장 폭 커져 ▪ 램시마SC, 램시마 재생산, 트룩시마, 허쥬마 생산 증가가 성장 견인 ▪ 2020년 매출액, 영업이익 올해 대비 43%, 49% 증가 예상
셀트리온헬스케어 (091990.KQ) 담당 애널리스트: 한병화	BUY	70,000원	▪ 램시마SC 유럽 판매, 트룩시마, 허쥬마의 미국 판매 2020년 본격화 ▪ 유럽의 램시마SC를 위한 직판채널 구축, 성공 시 시장 장악력 확대 예상 ▪ 2020년 매출액, 영업이익 올해 대비 54% 223% 증가 예상
삼성바이오로직스 (207940.KS) 담당 애널리스트: 한병화	BUY (신규)	480,000원 (신규)	▪ 본업인 CMO 사업, 3공장 가동률 상승으로 턴어라운드 시작 ▪ 관계사인 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 매출액 연평균 32% 증가 예상 ▪ 2020년 매출액, 영업이익 올해 대비 39%, 653% 증가 예상

Contents

I. 바이오시밀러 시장 개화 8

II. 대한민국이 주도하는 바이오시밀러 시장 16

III. 기업분석 23

셀트리온(068270.KS)

셀트리온헬스케어(091990.KQ)

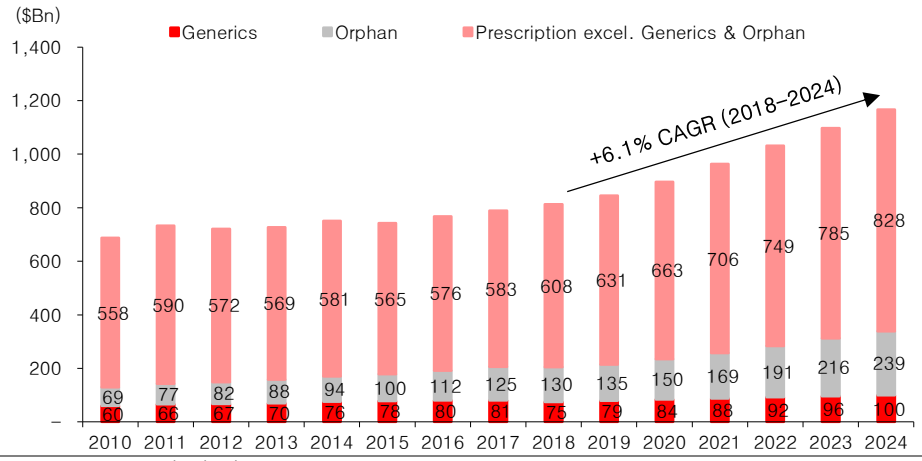
삼성바이오로직스(207940.KS)

I. 바이오시밀러 시장 개화

바이오시밀러 2025년까지 연평균 25% 성장 예상

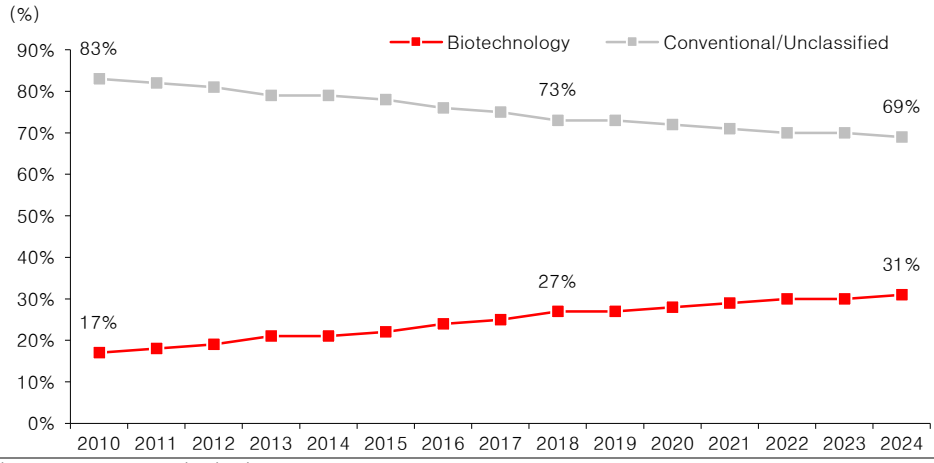
Evaluate Pharma는 2018~2024년 글로벌 처방약 시장이 연평균 6.1% 성장할 것으로 전망하고 있다. 바이오 처방약 비중이 꾸준히 증가하는 것이 시장 성장의 주원인이다. 글로벌 바이오시장의 50%를 차지하는 미국에서 혁신 바이오신약의 출시가 이어지고 있어 처방약 시장의 6~7% 수준 성장은 유지될 것으로 보인다. 바이오시밀러 시장은 처방약 시장 대비 월등히 높은 연평균 25%(2018~2025년)의 고성장을 기록할 것으로 예상된다. 글로벌 블록버스터 바이오약품들의 특허만료가 유럽과 미국 등 주요시장에서 이어지고, 의료비 지출 부담을 낮추기 위한 각국 정부들의 정책지원이 확산되는 것이 바이오시밀러 고성장의 원인이다.

도표 1 글로벌 처방약 시장 예상 (2010-2024)



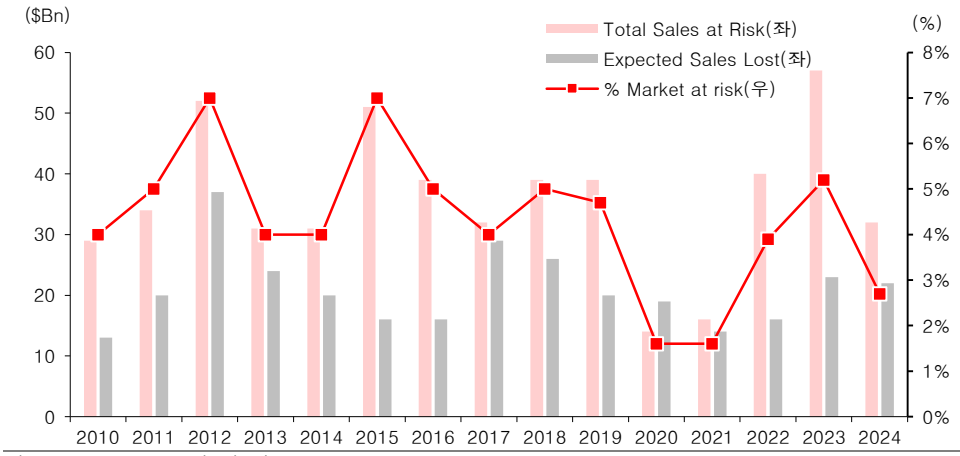
자료: EvaluatePharma, 유진투자증권

도표 2 높아지는 바이오 처방약 비중 (2010-2024)



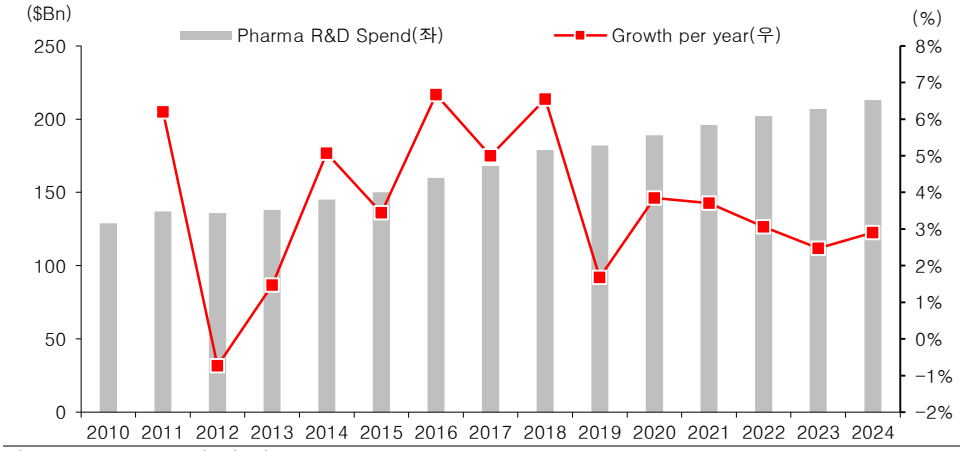
자료: EvaluatePharma, 유진투자증권

도표 3 특허만료 의약품 증가로 바이오시밀러 시장 확대일로



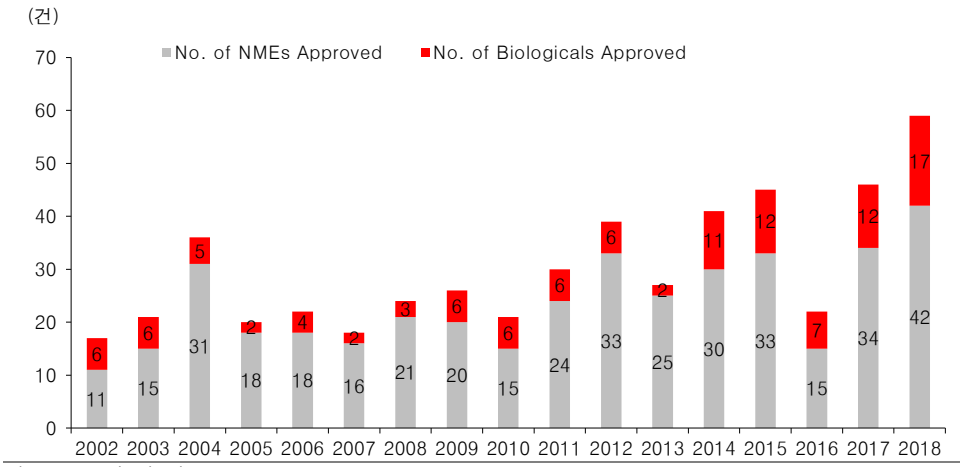
자료: EvaluatePharma, 유진투자증권

도표 4 Worldwide R&D Spend by Pharma & Biotech Companies (2010-2024)



자료: EvaluatePharma, 유진투자증권

도표 5 FDA Approval Count (NMEs & Biologicals)

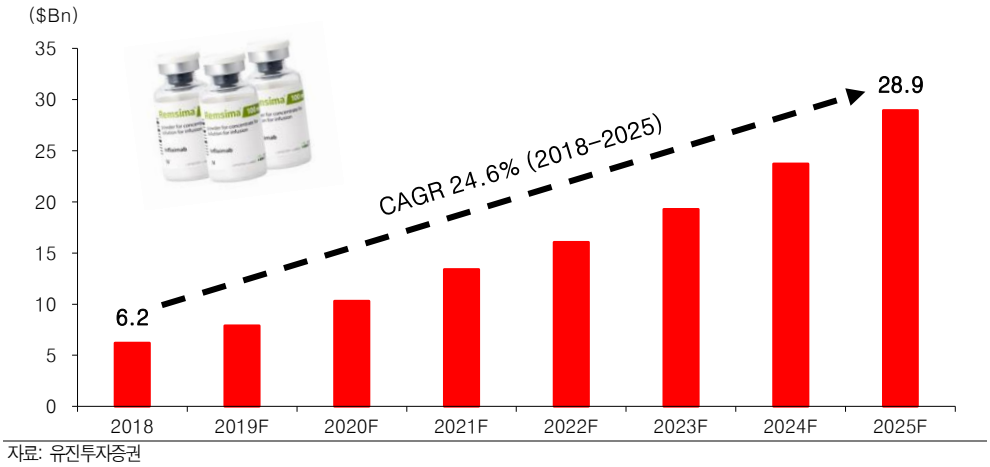


자료: FDA, 유진투자증권

바이오시밀러 시장 2019년 62억달러에서 2025년 289억달러로 성장 전망

2018년 62억달러의 바이오시밀러 시장은 2023년 193억달러, 2025년 289억달러로 연평균 25% 성장할 것으로 예상된다. EPO 등 1세대 바이오시밀러 시장이 자가면역 질환치료제로 대상이 확대된 데 이어 항암제, 희귀질환치료제, 안과용 치료제 시장으로 바이오시밀러의 대상이 점점 늘어나고 있다. 애초에 약 30조원에달하던 TNF 알파 억제제 시장은 셀트리온(셀트리온헬스케어)와 삼성바이오에피스에 의해 유럽시장은 장악된 상태이고, 미국시장도 서서히 속도를 올려가고 있다. 항암제 바이오시밀러 시장도 허셉틴, 리툭산에 이어 아바스틴 바이오시밀러들까지 시장 출시를 앞두고 있다. 대표적인 안과용 블록버스트 치료제들인 루센티스와 아일리아, 희귀질환 치료제인 솔리리스도 특허만료를 앞두고 바이오시밀러 시장이 열리고 있다.

도표 6 바이오시밀러 시장 전망



자료: 유진투자증권

연속되는 특허만료로 글로벌 바이오시밀러 시장 확대 지속

신약업체들의 특허만료 시기가 바이오시밀러 시장 성장의 출발점이다. 유럽의 레미케이드, 엔브렐, 휴미라 등 자가면역 질환치료제용 바이오시밀러 시장의 확대가 이를 증명한다. 미국도 레미케이드뿐 아니라 휴미라와 엔브렐의 특허만료로 인한 바이오시밀러들이 출시되는 2023년과 2028년 이후까지도 자가면역 질환 바이오시밀러 시장의 성장이 지속될 것이다. 항암제 바이오시밀러 시장도 유럽의 허셉틴, 리툭산 바이오시밀러들의 시장점유율 확대에 이어 미국시장도 내년부터 출시가 본격화된다. 또한 전이성 대장암과 비소세포폐암 등에 처방되는 로슈의 아바스틴도 특허만료로 바이오시밀러 출시가 시작되었다. 향후 10년내에 특허만료될 바이오 의약품들의 연간 매출액만 약 100조원을 상회하고 대부분의 약품들의 바이오시밀러 버전이 개발되어 있거나 시작되었다.

도표 7 2018년 기준 상위 15개 바이오의약품들 10년내 특허만료

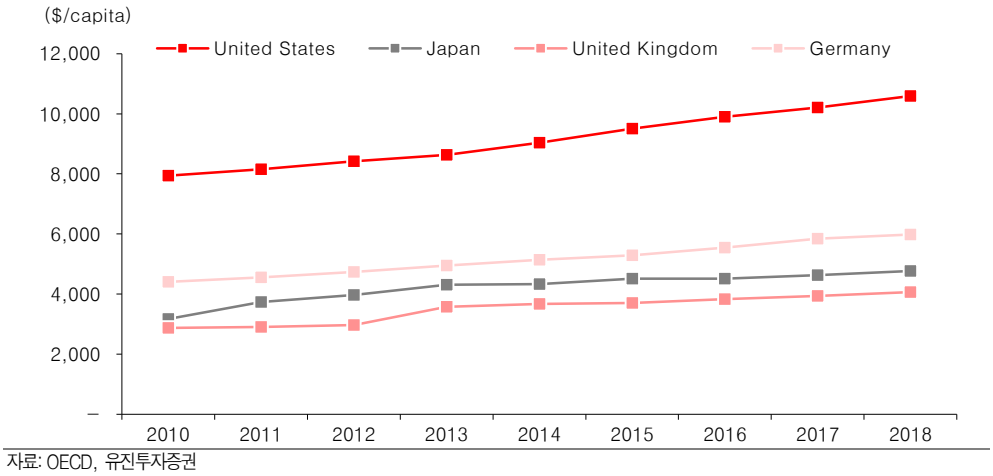
약품명	성분명	오리지널 제약사	2018 Sales($Bn)	특허만료 시기	
				유럽	미국
Humira	Adalimumab	Abbvie	19.9	2019	2023
Opdivo	Nivolumab	Bristol-Myers Squibb, Ono Pharmaceutical	7.6	2026	2026
Keytruda	Pembrolizumab	Merck & Co.	7.2	2028	2036
Enbrel	Etanercept	Amgen	7.1	2015	2028
Herceptin	Trastuzumab	Genentech	7.1	2014	2019
Avastin	Bevacizumab	Genentech	6.9	2022	2019
Rituxan/mabthera	Rituximab	Roche, Biogen Idec/ Genentech	6.8	2013	2019
Eylea	Aflibercept	Bayer, Regeneron Pharmaceuticals	6.6	2022	2020
Remicade	Infliximab	J&J	5.9	2015	2018
Stelara	Ustekinumab	J&J	5.2	2024	2023
Neulasta	Pegfilgrastim	Amgen	4.5	2015	2015
Lantus	Insulin Glargine	Sanofi	4.0	2015	2015
Lucentis	Ranibizumab	Genentech, Novartis	3.7	2022	2020
Victoza	Liraglutide	Novo Nordisk	3.7	2022	2023
Botox	Clostridium Botulinium Toxin Type A	Allergan	3.6	2015	2018
Total			99.4	-	

자료: 업계 자료, 유진투자증권

OECD 국가들 의료비 지출 부담 계속 늘어

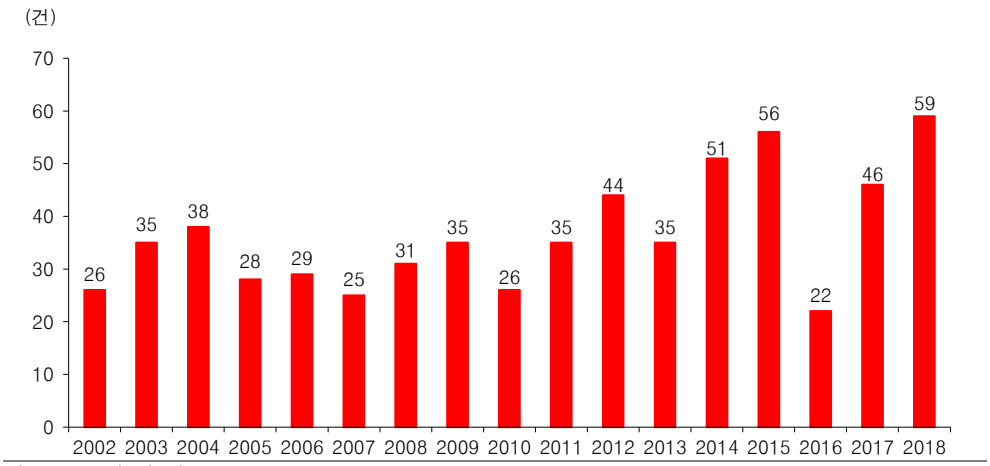
OECD 국가들의 의료비 지출액은 지속적으로 증가하고 있다. 일인당 평균 지출액은 2010년 3천달어 수준에서 2018년에는 4천달러에 육박했다. 오리지널 약 개발을 촉진하기 위해 고가약에 대해 관대한 정책을 장려하던 미국은 여타 국가들 대비 월등히 높은 1인당 연간 약 1만달러의 의료비 지출을 하고 있다. 저기약품 도입을 장려하고 있는 유럽 국가들도 연평균 3~5% 의료비지출액이 증가하고 있다. 인구의 고령화가 대부분의 국가들에서 진행되고 있어서 관련 부담은 점증할 것이 분명하다. 이를 타개하기 위한 방안은 고가의 바이오 약품들을 바이오시밀러로 대체하는 정책이 가장 합리적이다. 향후 10년 내에 특허만료가 될 약 100조원을 상회하는 바이오약품들에 대해서만 바이오시밀러로 대체해도 할인율에 따라 30~50조원의 비용절감이 있다.

도표 8 OECD 주요 국가별 의료비 지출 추이



자료: OECD, 유진투자증권

도표 9 미국 FDA 허가 신약 건수 증가 추세 지속으로 약가부담 지속



자료: FDA, 유진투자증권

유럽에 이어 미국도 바이오시밀러 확대로 정책방향

유럽은 국가와 병원들의 경쟁입찰이 약을 선택하는 기본 채널이기 때문에 바이오시밀러 보급이 빠른 속도로 진행되고 있다. 주요국가들은 바이오시밀러 확대에 대해 다양한 정책들을 도입하고 있다. 미국은 복잡한 의료체계 때문에 바이오시밀러 확산이 더디지만, CMS(Centers for Medicare & Medicaid Services)의 바이오시밀러 처방 시 인센티브 도입과 Part B의 스텝 테라피 실시 등 공공부분에서는 바이오시밀러 도입이 늘고 있다. 공화당과 민주당 모두 약가인하를 주요 정책으로 삼고 있기 때문에 향후 민간부문의 바이오시밀러 도입 확산도 정책적인 지지를 받을 것으로 판단된다.

도표 10 **유럽 국가별 바이오시밀러의 사용 관련 정책 현황**

	벨기에	프랑스	독일	이탈리아	스페인	스웨덴
처방에산제			O	O	O	O
처방 쿼터	O		O	O	O	O
처방 패턴 모니터링	O		O	O	O	O
의사에 대한 재정 인센티브/디스인센티브	O		O	O	O	O
처방 조건/가이드라인	O	O	O	O		O
교차 처방	O	O	O	O	O	O
성분명 처방						
대체 조제		O	O(특정그룹)			O
약사에 대한 재정 인센티브/디스인센티브	O	O	O	O	O	O
환자본인부담	O	O	O	O	O	O
정보 제공, 교육	O	O	O	O	O	O

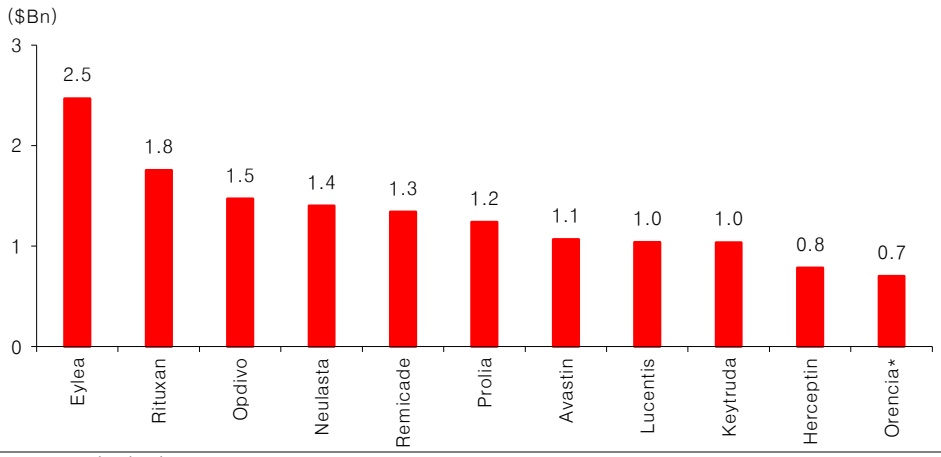
자료: 한국보건산업진흥원, 유진투자증권

도표 11 미국 바이오시밀러 정책 동향

연도	정책	내용
2009	2009년 생물학적 제제 약가경쟁 및 혁신법안 (Biologics Price Competition and Innovation Act of 2009, BPCI Act)	▪ 바이오시밀러에 대한 승인절차를 신속화, FDA가 관장, 건강보험개혁법안(Affordable Care Act)에서 바이오시밀러에 대한 승인절차를 수립
2017.01	FDA, 교차처방 가이드라인 초안 발표	▪ 교차(switching)임상에서 유사한 약효, 면역원성 및 안전성을 보일 경우 대체조제가 가능 ▪ 어떤 환자에 투여해도 오리지널 약제와 동등한 임상 결과를 나타내야함 ▪ 스위칭 임상의 경우 미국 허가 약품 사용, 2개의 제품에 대해 최소 2회의 노출기간을 가져야 함 ▪ 일반적 스위칭 임상 표준인 1회 노출(오리지널→시밀러) 대비 까다로운 기준
2018.07	미국 FDA, 바이오시밀러 시장강화정책 (Biosimilars Action Plan, BAP) 발표	▪ 주요 4대 추진전략 1. 바이오시밀러와 상호교환가능한(interchangeable) 제품 개발 및 경쟁을 가속화 2. 바이오시밀러 제품 개발 커뮤니티에 대한 과학적이고 규제적인 명확성 극대화 3. 환자와 의료서비스 제공자(provider), 보험사(payor) 간 바이오시밀러에 대한 이해를 높이기 위해 효과적인 커뮤니케이션을 개발 4. FDA 요구 사항에 대한 게이밍(gaing)을 줄이거나, 후속 제품을 통한 시장 경쟁을 부당하게 지연시키려는 시도를 줄여 시장 경쟁을 지원
2018.12	미국 정부, BPCI Act의 가이드라인 개정초안 발표	▪ 바이오시밀러의 시장진입을 막는 행위 지양하는 방안인 BPCI Act의 가이드라인 개정초안 발표
2019.01	Prescription Drug Price Relief Act of 2019 상원발의	▪ 보건복지부, 매년 모든 의약품 가격 검토 ▪ 의약품 가격이 과도한 경우, 독점권 무효화, 약물에 대한 공개적이고 비독점적 라이선스 발급, 제네릭 및 바이오시밀러 응용 촉진 ▪ 미국 내 평균 제조가격이 캐나다, 영국, 독일, 프랑스 및 일본 의약품 평균 가격 초과시 과도한 가격으로 간주
2019.01	Medicare Part B, United Healthcare의 Step Therapy 허용	▪ CMS, Medicare Part B의 Step Therapy 허용 ▪ 미국 최대 사보험사 United Healthcare, Infliximab 성분에서 바이오시밀러 우선 처방 결정
2019.02	The Creating and Restoring Equal Access to Equivalent Samples Act	▪ 의약품 및 생물학적 제품 시장 경쟁 촉진 및 제네릭 및 바이오시밀러의 적시 진입 촉진 목적 ▪ 복제약 출시 지연시키는 오리지널 개발사의 부당한 행위에서 구제
2019.02	트럼프 약가인하 법안	▪ 제약사들이 의약품급여관리업체(PBM)에 지불하는 리베이트 금지, 대신 고정 수수료를 지급
2019.05	FDA, 바이오시밀러 상호교환성에 대한 지침 (Considerations in Demonstrating Interchangeability With a Reference Product Guidance for Industry) 발표	▪ 상호교환성을 인정받기 위해 필요한 각종 데이터, 스위칭(switching) 임상 진행을 위한 방법 등을 구체적으로 제시 - 중요한 품질 속성 식별 및 분석 - 오리지널과 바이오시밀러간의 차이점 및 잠재적 임상영향 분석 - 각 적응증에 대한 메커니즘 분석 - 약물동력학(PK) 및 생체 내 분포(biodistribution) 차이 분석 - 면역원성 위험 차이 분석 - 적응증, 환자집단에 따른 독성차이 분석 - 제품의 안전성 또는 효능에 영향을 미칠 수 있는 요소에 대한 정보 등

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 12 미국의 Medicare Part B 처방 상위 10개 약품, 바이오시밀러로 대체 빠를 것



자료: CMS, 유진투자증권
주: 2017년 기준

도표 13 국가별 바이오시밀러 허가 가이드라인 주요내용

		한국	EU	미국
바이오시밀러 승인 절차		확립	확립	확립
인허가 및 제조	임상	1상 의무, 3상은 경우에 따라 생략 가능	의무(범위 조정 가능)	의무(범위 조정 가능)
	대조약	대조약이 시판 중인 경우에만 바이오시밀러 허가 가능	대조약이 시판 중인 경우에만 바이오시밀러 허가 가능	대조약이 시판 중인 경우에만 바이오시밀러 허가 가능
	제조법	대조약과 동일한 용량, 제형, 강도 필요	대조약과 동일한 강도 및 투약 경로 필요(다른 경우에는 추가 임상 필요)	대조약과 동일한 강도 및 투약 경로 필요
	의약품 명칭	규정 없음	브랜드명 또는 INN+회사명	규정 없음
판매 및 확산	대체처방 가능 여부	규정 없음	중앙정부에서 결정	FDA가 인정한 경우 또는 시판 후 1년 후 대체처방 가능
	독점권	없음	없음	오리지널 바이오의약품에 대해 허가를 받은 후 4년간 자료 독점권(Data exclusivity)과 12년간 시장 독점권(Market exclusivity)를 부여
시판후 관리	PMS	약물 부작용 감시 보고서 제출 필요	의무(리스크 관리 계획 필요) 일반적인 부작용 감시 수준을 넘어서는 허가 후 추가조사를 요구	경우에 따라 시판 후 임상 필요

자료: 한국보건산업진흥원, 유진투자증권

II. 대한민국이 주도하는 바이오시밀러 시장

국내 두 업체들 바이오시밀러 시장에서는 선두

글로벌 제약/바이오 시장은 국내 업체들의 존재감은 미미하다. 하지만 바이오시밀러 시장으로 눈을 돌리면 다르다. 셀트리온(셀트리온헬스케어)와 삼성바이오(삼성바이오에피스)가 시장을 주도하고 있다. 셀트리온은 시장의 실질적인 개척자로 항체 바이오시밀러로는 처음으로 오리지널 업체보다 많은 약(유럽의 램시마)을 판매했다. 셀트리온은 첫 약인 램시마에 이어 항암제인 허쥬마, 트룩시마와 개량 시밀러(바이오베터)인 램시마SC를 유럽과 미국시장에 데뷔시킨 상태이다. 삼성바이오(삼성바이오에피스)는 엔브렐 바이오시밀러인 베네팔리를 필두로 플릭사비와 임랄디, 항암제 바이오시밀러인 온트루잔트를 판매하고 있다. 두 업체의 합산 바이오시밀러 매출액은 2018년 1.1조원, 점유율 15%에서 2023년 5.7조원, 점유율 25%를 기록할 것으로 예상된다.

도표 14 **국내 업체 바이오시밀러 현황**

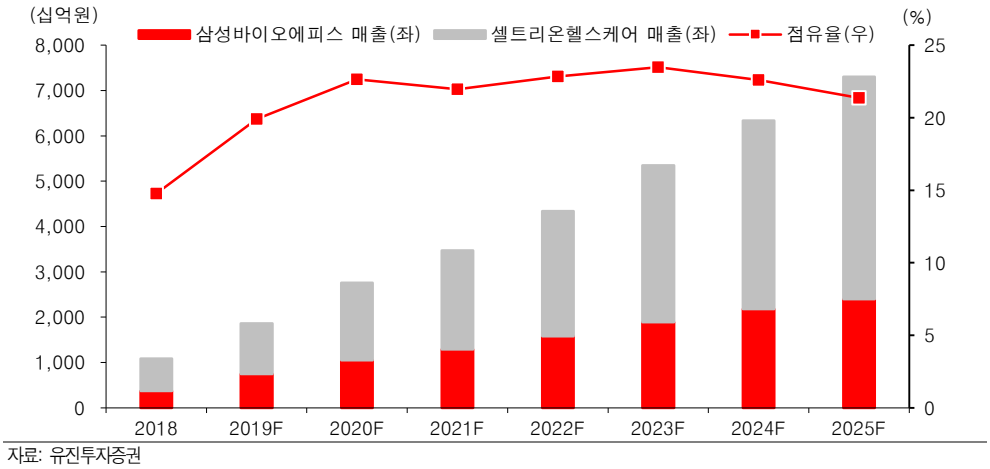
업체명	제품명	오리지널 제품	적응증	단계
삼성바이오로직스	임랄디	휴미라	류마티스 관절염 등	유럽 시판
	플릭사비(유럽)/ 렌플렉시스(미국)	레미케이드	류마티스 관절염 등	유럽, 미국 시판
	베네팔리(유럽)/ 에티코보(미국)	엔브렐	류마티스 관절염 등	유럽 시판, 미국 허가(19.04)
	온트루잔트	허셉틴	유방암	유럽 시판, 미국 시판 예정
	SB8	아바스틴	대장암, 폐암	유럽 허가 신청(19.07), FDA 허가 신청(19.11)
	SB11	루센티스	황반변성	임상 3상 진행 중
	SB12	솔리리스	발작성야간혈색소뇨증(PNH)	임상 3상 진행 중
셀트리온	인플렉트라	레미케이드	류마티스 관절염 등	유럽, 미국 시판
	트룩시마	리툭산	만성 림프구성 백혈병 등	유럽, 미국 시판
	허쥬마	허셉틴	유방암	유럽 출시, 미국 시판 예정
	CT-P17	휴미라	류마티스 관절염 등	임상 3상 진행 중
	CT-P16	아바스틴	대장암, 폐암	임상 3상 진행 중
동아에스티	DA-3880	네스프	만성 신부전 환자의 빈혈, 고형암의 화학요법에 따른 빈혈	일본 허가, 유럽 임상 3상
종근당	CKD-11101	네스프	만성 신부전 환자의 빈혈, 고형암의 화학요법에 따른 빈혈	일본 허가
	CKD-701	루센티스	황반변성	임상 3상 진행 중
에이프로젠	GS071	레미케이드	류마티스 관절염 등	일본 허가
	AP052	리툭산	만성 림프구성 백혈병 등	전임상
	AP062	허셉틴	유방암	미국 임상 1상
LG화학	유셉트	엔브렐	류마티스 관절염 등	일본 출시
	LBAL	휴미라	류마티스 관절염 등	한국, 일본 임상 3상 진행 중
동아쏘시오홀딩스 (디엠바이오)	허셉틴 등 3개			전임상

자료: 각사, 유진투자증권

향후 출시될 메이드인 코리아 바이오시밀러들에 대한 기대도 높아

셀트리온(셀트리온헬스케어)는 아바스틴, 휴미라, 졸레어, 스텔라라, 옵디보, 키트루다 등 바이오시밀러들을 개발하고 있다. 삼성바이오(삼성바이오에피스)도 기존 약품 이외에 아바스틴, 루센티스, 아일리아, 솔리리스 바이오시밀러들에 대해 내년부터 순차적으로 허가와 판매에 들어간다. 향후 10년내에 특허만료가 될 상위 바이오약품들의 판매액이 100조를 상회한다. 국내 두 업체들은 이 약품들 전체에 대해 바이오시밀러 개발을 진행 중이다. 보수적으로 바이오시밀러 약가가 오리지널 대비 50% 수준이라고 가정해도 향후 잠재 바이오시밀러 시장만 50조원 정도이다. 두 업체가 현재의 점유율만 유지해도 10조원 이상의 매출을 추가할 수 있는 것이다.

도표 15 삼성바이오, 셀트리온 시장 점유율 전망



자료: 유진투자증권

도표 16 약품별 글로벌 바이오시밀러 개발 현황

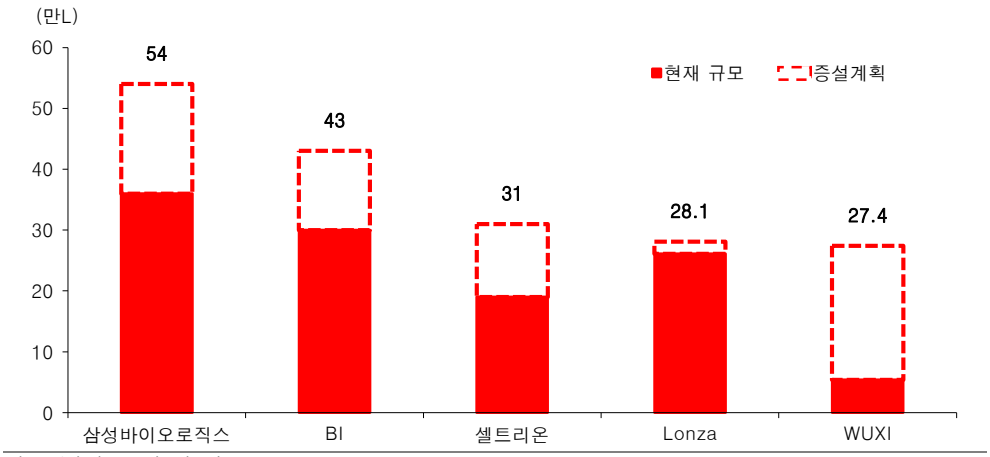
성분명	약품명	오리지날 제조업체	Early Dev/PreClinical	Ph I / II	Ph III	Launched
Adalimumab	Humira	Abbvie	Adello Biologics Neuclone	BIOCND	Alvotech, Baxalta Boehringer Ingelheim (Approved by FDA) Celltrion Coherus(Completed) Pfizer(Approved by FDA) LG Chem/Mochida Pharmaceutical Sandoz(Approved by FDA)	Amgen Samsung Bioepis(EU) Fujifilm Kyowa Kirin Biologics/Mylan Hetero Drugs Aprogen
Nivolumab	Opdivo	Bristol-Myers Squibb, Ono Pharmaceutical	Dmbio Celltrion Xbran/Stada	Mabpharm		
Etanercept	Enbrel	Amgen	Celltrion		Coherus(Completed)	Samsung Bioepis (Approved by FDA) Sandoz (EU) LG Chem(Japan)
Pembrolizumab	Keytruda	Merck & Co.	BioXpress Therapeutics Dmbio Celltrion	Alkermes Oncolmmune Oncologie		
Trastuzumab	Herceptin	Genentech	Alteogen/Cristalia Apotex (Apobiologix) BioXpress Therapeutics	Aprogen	Prestige Biopharma Shanghai Henlius Biotech	Samsung Bioepis (EU, Approved by FDA) Biocon/Mylan (Approved by FDA) Celltrion (EU, Approved by FDA) Pfizer(Approved by FDA, EMA) Allergan/Amgen(US)
Bevacizuma	Avastin	Genentech	Apotex (Apobiologix) Coherus	Shanghai Henlius Biotech	Celltrion Boehringer Ingelheim AstraZeneca/ Fujifilm Kyowa Kirin Samsung Bioepis (Completed) BIOCND	Amge-Allergan(US) Pfizer(Approved by FDA)
Rituximab	Rituxan	Biogen Idec/ Genentech Roche	Oncobiologics		Amgen-Allergan(Completed) Mabion/Mylan(Completed) Sandoz(Rejected by FDA) Shanghai Henlius Biotech Aprogen	Celltrion(US, EU) Pfizer(Approved by FDA) Redditux(Turkey)
Aflibercept	Eylea	Bayer, Regeneron Pharmaceuticals				
Infliximab	Remicade	J&J	BioXpress Therapeutics		Amgen Aprogen	Celltrion (US, EU) Samsung Bioepis (US, EU) Pfizer Sandoz(EU)
Ustekinumab	Stelara	J&J	Dmbio Polpharma biologics	NeuClone Formycon		
Pegfilgrastim	Neulasta	Amgen	Adello Biologics	Pfizer		Coherus(US, Approved by EC) Biocon/Mylan (US) Sandoz(Approved by FDA)
Insulin Glargine	Lantus	Sanofi				Biocon/Mylan Eli Lilly/Boehringer Ingelheim GC Pharma(South Korea)
Ranibizumab	Lucentis	Genentech	BIOCND		Coherus CKD Pharm Samsung Bioepis	
Liraglutide	Victoza				CinnaGen	
Clostridium Botulinium Toxin Type A	Botox				Mylan/Revance Evolus(Rejected by FDA)	Ipsen Merz

자료: 언론보도, 각사, 유진투자증권

생산설비까지 완비한 국내업체들 경쟁에 뒤쳐지지 않을 것

가격경쟁력이 중요한 요소인 바이오시밀러 업체들에게 자체 생산설비의 확보는 필수적이다. 셀트리온과 삼성바이오는 모두 CMO로 사업을 시작해서 글로벌 선두권의 생산능력을 보유하고 있다. 중소 바이오시밀러업체들이 국내업체들 대비 가격경쟁력이 떨어질 수 밖에 없다. 또한 바이오시밀러 사업에 진출한 빅파마들은 자체 설비 규모가 크지만, 수익성이 상대적으로 낮은 바이오시밀러를 위해 대규모 자체 설비를 증설하는 것은 쉽지 않을 것으로 판단된다.

도표 17 바이오업체 생산설비 규모 및 증설계획

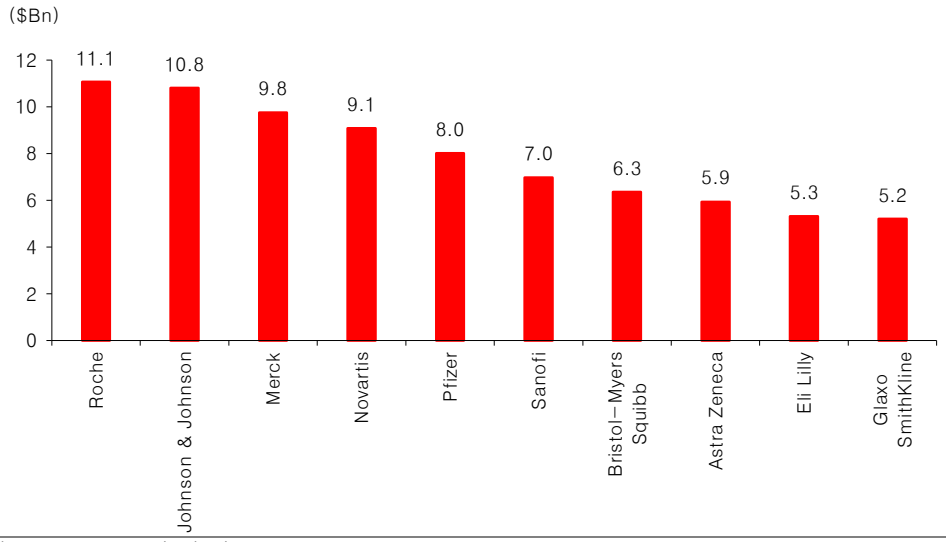


자료: 업계 자료, 유진투자증권

임상데이터 좋지 못한 여타 바이오주들과 차별화된 바이오시밀러 업체들

국내 바이오지수는 급등락을 하고 있다. 신약 개발에 따른 기대감으로 주가가 급등했지만 이후의 임상데이터들이 만족스럽게 나오지 못하면서 일부 업체들은 임상을 포기하고 있고, 예정된 개발 계획들이 지연되고 있다. 개발비 조달을 위해서 높은 주가를 유지해야 하고 이를 위해 신약개발에 대해 지나치게 낙관적인 견해를 시장에 홍보하고 있다는 부정적인 여론도 있다. 제한된 자금력으로 글로벌 시장의 눈높이에 부합하는 신약을 시장에 출시하는 것은 기대감만으로 되는 것은 아니다. 신약업체들과 달리 국내 바이오시밀러 업체들은 개발과 출시 로드맵을 정확히 지키고 있다. 레퍼런스 약품을 복제하기 때문에 실패할 위험성이 낮기는 하지만, 2~3천억원의 개발비와 4~5년의 기간이 드는 것을 감안하면 바이오시밀러 개발도 웬만한 바이오업체들이 감당하기 쉽지 않은 영역이다.

도표 18 빅파마들의 천문학적인 연간 연구개발비 지출



자료: Fiercebiotech, 유진투자증권

도표 19 그에 비해 너무 초라한 대한민국 업체들의 연구개발비

회사명	2018년 매출액(십억원)	2018년 R&D 비용(십억원)
셀트리온	982.1	288.8
한미약품	1,016.0	192.9
삼성바이오에피스	368.7	173.9
GC녹십자	1,334.9	145.9
대웅제약	1,031.4	123.1
종근당	956.2	115.3
유한양행	1,518.8	112.6
동아에스티	567.4	76.8
일동제약	503.9	54.7
보령제약	460.4	34.4

자료: Dart, 유진투자증권

도표 20 삐걱거리는 국내 신약관련 업체들의 임상 현황

일자	기업	신약명	적응증	실패 사유
2016.09	한미약품	올리타(올무티닙)	폐암 치료제	베링거, 임상 2상 이후 라이선스 반환
2017.04	한독	HL2351	희귀질환치료제 (크리오피린 관련 주기적 증후군)	희귀질환으로 환자 모집 어려움
2017.11	동아에스티	슈가논(에보글립틴)	비알코올성지방간염 치료제	앨러간과 라이선스 계약 종료, 권리반환
2018.03	한미약품	올리타(올무티닙)	폐암 치료제	중국 자이랩의 권리반환으로 한미약품 개발 중단
2019.03	한미약품	롤론티스	호중구 감소증 치료제	임상 3상 완료 후 FDA 시판허가 철회 → 현재 시판허가 절차 재신청
2019.05	코오롱생명과학, 코오롱티슈진	인보사	골관절염 유전자 치료제	주성분이 뒤바뀐 것으로 드러나 임상 3상 중단
2019.06	에이치엘비	리보세라닙	경구용 위암 치료제	글로벌 임상 3상에서 치료 효과 목표치 미달
2019.07	한미약품	HM12525A	비만 및 당뇨 치료제	얀센, 임상 2상 결과 기준치 미달로 인해 라이선스 반환
2019.08	신라젠	펙사벡	간암 치료제	약물 유효성 입증 불가, FDA 임상 3상 중단 권고
2019.09	헬릭스미스	엔젠시스	유전자 치료제	임상 3상과정에서 엔젠시스와 위약 혼합투여로 임상결과 도출 실패
2019.10	강스템바이오텍	퓨어스템AD	아토피피부염 치료제	약물 유효성 검증을 위한 임상 3상에서 통계적 유의성 확보 불가

자료: 언론보도, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다



IV. 기업분석

셀트리온(068270.KS)
BUY / TP 250,000원
램시마SC의 성공이 가치의 재평가 유발할 것

셀트리온헬스케어(091990.KQ)
BUY / TP 70,000원
램시마SC 직판 효과로 이익률 개선 예상

삼성바이오로직스(207940.KS)
BUY(신규) / TP 480,000원(신규)
CMO, 바이오시밀러 사업 동시에 이익성장 국면에

셀트리온(068270.KS)

바이오 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

램시마SC의 성공이 가치의 재평가 유발할 것

BUY(유지)

현재주가(12/02)	175,500원
목표주가(12M, 하향)	250,000원

Key Data (기준일: 2019.12.02)

KOSPI(pt)	2,092
KOSDAQ(pt)	635
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	22,523
52주 최고/최저(원)	249,000 / 137,500
52주 일간 Beta	1.21
발행주식수(천주)	128,338
평균거래량(3M,천주)	588
평균거래대금(3M,백만원)	106,339
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	19.9
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 63인	22.9
Ion Investment 외 1인	9.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	12.1	-7.6	-25.4
KOSPI 대비상대수익률	-11.4	5.9	-10.1	-25.2

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	982	1,087	1,558	2,058
영업이익(십억원)	339	394	588	788
세전계속사업손익(십억원)	318	402	577	781
당기순이익(십억원)	254	304	450	601
EPS(원)	2,053	2,595	4,132	5,518
증감률(%)	(31.7)	26.4	59.2	33.5
PER(배)	108.4	67.6	42.5	31.8
ROE(%)	10.8	12.4	17.2	19.1
PBR(배)	11.3	8.0	6.7	5.5
EV/EBITDA(배)	61.1	41.3	30.0	22.8

자료: 유진투자증권

■ 램시마SC 유럽 판매 2020년 1분기부터 시작

바이오시밀러를 개량한 램시마SC의 유럽판매가 2020년 독일, 스위스 등의 2월 입찰부터 시작된다. 신규환자와 기존 자가면역 치료제에 면역원성을 보이는 환자들을 목표로 하는 램시마SC는 초기에는 류머티스성 관절염 환자들만을 대상으로 처방된다. 내년 하반기부터는 IBD에 대한 적응증도 허가를 받을 것으로 예상된다. 기존의 램시마는 정맥주사라는 제형의 한계 때문에 여타 TNF 알파 억제제 시장을 잠식하기 어려웠다. 따라서 램시마SC는 휴미라, 엔브렐 등 피하주사제형의 TNF 알파 억제제 시장은 물론 2차 자가면역 질환치료제인 악템라, 스텔라라 시장까지도 목표로 할 수 있다. 목표시장이 인플릭시맙인 램시마는 약 10조원에 그치는 반면 램시마SC는 약 50조원으로 확대되는 것이다. 임상데이터는 물론 의사들의 사전 반응도 좋은 것으로 알려져 성공 가능성이 높다고 판단된다.

■ 미국 시장과 향후의 파이프라인도 기대도 높아져

예상보다 부진했던 셀트리온의 미국시장 침투는 내년부터 허쥬마와 트룩시마가 가세하면서 빨라질 것으로 판단된다. 마케팅 파트너인 테바는 램시마의 파트너인 화이자에 비해 허쥬마와 트룩시마의 판매가 자신들의 성장에 중요한 의미를 가진다. 테바는 올 3, 4분기에 트룩시마를 선제적으로 자체 판매망에 보급하고 있고, 허쥬마도 내년 초부터 미국 판매가 시작될 전망이다. 향후 추가될 바이오시밀러 파이프라인의 가시성도 높아지고 있다. 휴미라와 아바스틴 바이오시밀러는 내년에 허가 신청 할 예정이다. 졸레어와 스텔라라도 개발 계획이 확정되어 있다. 면역항암제인 옵디보와 키트루다 바이오시밀러도 특허만료에 맞추어 시장에 출시할 것으로 판단된다. 셀트리온의 성장은 지속형이다.

■ 2020년 매출액, 영업이익 급증 예상

셀트리온의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,577억원, 5,879억원으로 올해 대비(1조 868억원, 3,942억원) 각각 43%, 49% 급증할 것으로 예상된다. 유럽향 램시마SC, 미국향 트룩시마, 허쥬마의 생산이 지속되고, 램시마의 생산재개 때문에 실적 증가가 이루어지는 것이다. 2019~2023년 매출과 영업이익은 연평균 각각 29%, 31% 증가할 것으로 예상된다. 2022년 미국에 램시마SC의 판매허가가 예상대로 이루어지면 성장폭이 다시 한번 커질 것으로 판단된다. 이 외에 휴미라, 아바스틴 바이오시밀러도 시장진입이 예상되나 매출액 추정치에는 산입하지 않았다. 동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 27만원에서 25만원으로 하향한다. 하향의 이유는 국내 바이오 주식 시장의 부진에 따른 목표주가와 현주가의 괴리율 확대 때문이다. 중요한 건 목표주가가 아니라 내년부터 재개되는 이익성장 싸이클이 가시성이 높은 가이다. 당사는 가능성이 높다고 판단하고 있다.

도표 21 분기실적 추정

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F
매출액	**245.0**	**263.4**	**231.1**	**242.6**	**221.7**	**235.0**	**289.1**	**341.1**
%YoY	24.6%	7.0%	-0.4%	-11.6%	-9.5%	-10.8%	25.1%	40.6%
바이오의약품	**220.5**	**235.6**	**194.8**	**211.0**	**194.7**	**197.7**	**250.1**	**298.1**
램시마	164.1	85.5	-	-	-	-	-	-
허쥬마	-	-	4.6	165.0	48.8	28.2	2.9	47.5
트룩시마	56.3	150.2	180.3	17.0	73.2	86.9	83.8	125.8
램시마SC	-	-	-	-	52.8	63.4	130.1	58.8
기타	-	-	9.9	29.0	20.0	19.1	33.3	66.0
케미칼의약품	24.5	27.8	36.3	31.6	27.0	37.3	39.0	43.0
매출원가	88.9	106.7	103.5	137.9	88.7	93.5	118.8	139.1
매출원가율	36.3%	40.5%	44.8%	56.9%	40.0%	39.8%	41.1%	40.8%
판관비	**39.6**	**48.5**	**54.0**	**60.7**	**55.6**	**58.1**	**67.2**	**71.6**
판관비율	16.2%	18.4%	23.4%	25.0%	25.1%	24.7%	23.2%	21.0%
영업이익	**116.5**	**108.2**	**73.6**	**44.0**	**77.4**	**83.4**	**103.1**	**130.3**
영업이익률	47.5%	41.1%	31.9%	18.1%	34.9%	35.5%	35.7%	38.2%
%YoY	30.3%	-21.8%	-47.5%	-71.5%	-28.5%	13.2%	134.4%	68.5%
영업외손익	(1.2)	(15.5)	(2.1)	(2.1)	4.0	2.3	3.6	(2.5)
세전이익	115.3	92.7	71.5	38.3	81.4	85.7	106.8	127.8
법인세	32.1	9.7	16.8	5.6	18.4	7.4	45.2	26.8
법인세율	27.8%	10.5%	23.5%	14.5%	22.6%	8.7%	42.3%	21.0%
당기순이익	**83.2**	**83.0**	**54.7**	**32.7**	**63.0**	**78.3**	**61.6**	**101.0**

자료: 유진투자증권

도표 22 연간실적 추정

(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**471.0**	**603.4**	**670.6**	**949.1**	**982.1**	**1,086.8**	**1,557.7**	**2,058.2**	**2,659.9**	**2,996.6**
%YoY	108.2%	28.1%	11.1%	41.5%	3.5%	10.7%	43.3%	32.1%	29.2%	12.7%
바이오의약품	**404.6**	**530.8**	**577.6**	**828.9**	**861.9**	**940.5**	**1,407.7**	**1,903.2**	**2,498.9**	**2,826.6**
램시마	-	530.8	577.6	561.9	249.6	-	234.9	258.7	323.4	278.1
허쥬마	-	-	-	-	169.6	127.3	276.1	375.7	449.4	461.6
트룩시마	-	-	-	267.0	403.7	369.7	516.5	648.9	663.5	786.2
램시마 SC	-	-	-	-	-	305.1	300.3	519.9	942.6	1,150.7
기타	-	-	-	-	39.0	138.4	80.0	100.0	120.0	150.0
케미칼의약품	66.4	72.6	93.0	120.2	120.2	146.3	150.0	155.0	161.0	170.0
매출원가	129.9	234.6	274.0	262.0	432.9	440.1	693.6	966.3	1,299.2	1,478.1
매출원가율	27.6%	38.9%	40.9%	27.6%	44.1%	40.5%	44.5%	46.9%	48.8%	49.3%
판관비	**139.7**	**109.9**	**146.9**	**165.1**	**210.5**	**252.5**	**276.2**	**303.8**	**328.1**	**351.1**
판관비율	29.7%	18.2%	21.9%	17.4%	21.4%	23.2%	17.7%	14.8%	12.3%	11.7%
영업이익	**201.5**	**259.0**	**249.7**	**522.0**	**338.7**	**394.2**	**587.9**	**788.0**	**1,032.6**	**1,167.4**
영업이익률	42.8%	42.9%	37.2%	55.0%	34.5%	36.3%	37.7%	38.3%	38.8%	39.0%
%YoY	101.9%	28.5%	-3.6%	109.1%	-35.1%	16.4%	49.1%	34.0%	31.0%	13.1%
영업외손익	(52.4)	(95.8)	(20.4)	(16.3)	(21.0)	7.5	(10.5)	(7.0)	(5.0)	(1.0)
세전이익	149.1	163.1	229.3	505.7	317.7	401.7	577.4	781.0	1,027.6	1,166.4
법인세	31.6	4.8	48.9	105.0	64.2	97.8	127.0	179.6	236.3	268.3
법인세율	6.7%	3.0%	21.3%	20.8%	20.2%	24.4%	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**117.5**	**158.3**	**180.5**	**400.7**	**253.6**	**303.9**	**450.4**	**601.4**	**791.3**	**898.1**
목표주가기준 PER						**103.2**	**75.2**	**56.3**	**42.8**	**37.7**

자료: 유진투자증권

도표 23 램시마 SC 출시일정 및 타깃 시장 규모

출시일정	출시계획(예정)	타깃 시장규모	출시 완료 비율
2020.1Q	유럽 주요국 출시 (독일, 영국, 네덜란드 등)	40억 달러 (한화 약 4조 7,000억원)	45%
2020.2Q		55억 달러 (한화 약 6조 4,000억원)	62%
2020.3Q	국가별 약가 등재 완료 및 EU 기타 국가 출시	78억 달러 (한화 약 9조 1,000억원)	87%
2020.4Q		79억 달러 (한화 약 9조 2,000억원)	89%

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 24 TNF-알파 억제제 교체처방 환자 유입으로 램시마SC 시장 확대

구분	교체처방 옵션 (램시마SC 승인 전)		교체처방 옵션 (램시마SC 승인 후)	
	RA, 기타(건선 등)	IBD	RA, 기타(건선 등)	IBD
휴미라	엔브렐	2차 치료제	엔브렐, 램시마SC	램시마SC
엔브렐	휴미라	-	휴미라, 램시마SC	-

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 25 T&F 알파 억제제 분기 매출, 바이오시밀러들에게 잠식당하는 추세 뚜렷

J&J
Remicade

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
U.S	916	918	987	843	774	801	749	5,088	3,664
YoY 증가율	-22.5%	-13.7%	-18.2%	-21.4%	-15.5%	-12.7%	-24.1%	-9.5%	-28.0%
International	331	298	292	305	252	244	299	1,227	1,226
YoY 증가율	1.8%	-12.1%	2.5%	9.7%	-23.9%	-18.1%	2.4%	-8.6%	-0.1%
YoY (환효과제외)	-3.7%	-14.0%	8.2%	-5.7%	-6.4%	-5.0%	-3.6%	-10.2%	-0.6%

*US는 US와
US Exports의 합계

Merck
Remicade(유럽)

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
Europe	167	157	135	123	123	98	101	837	582
YoY 증가율	-27.1%	-24.5%	-36.9%	-33.9%	-26.3%	-37.6%	-25.2%	-34.0%	-30.5%
YoY (환효과제외)	-35.0%	-29.0%	-35.0%	-31.0%	-20.0%	-32.0%	-23.0%	-0.34	-0.34

Abbvie
Humira

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
U.S	3,003	3,521	3,546	3,615	3,215	3,793	3,887	12,361	13,685
YoY 증가율	11.4%	10.0%	12.5%	9.1%	7.1%	7.7%	9.6%	18.5%	10.7%
International	1,706	1,664	1,578	1,303	1,231	1,077	1,064	6,066	6,251
YoY 증가율	20.0%	9.8%	1.8%	-17.5%	-27.8%	-35.3%	-32.6%	7.4%	3.0%
YoY (환효과제외)	9.3%	4.4%	4.2%	-14.8%	-23.0%	-31.0%	-31.8%	6.7%	0.6%

Amgen
Enbrel

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
U.S	1,050	1,252	1,242	1,263	1,106	1,315	1,323	5,206	4,807
YoY 증가율	-6.1%	-11.3%	-5.1%	-11.2%	5.3%	5.0%	6.5%	-9.0%	-7.7%
Rest Of World	55	50	50	52	45	48	43	227	207
YoY 증가율	-12.7%	-9.1%	-7.4%	-5.5%	-18.2%	-4.0%	-14.0%	-7.7%	-8.8%

Pfizer
Enbrel(유럽)

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
International	506	551	531	524	451	420	415	2,452	2,112
YoY 증가율	-13.9%	-10.7%	-13.4%	-17.4%	-10.9%	-23.8%	-21.8%	-15.7%	-13.9%
YoY (환효과제외)	-21.0%	15.0%	11.0%	-11.0%	-3.0%	-16.0%	-19.0%	15.0%	-14.0%

Inflectra/Remsima

(백만달러)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
U.S	55	63	91	70	57	74	77	118	259
YoY 증가율	223.5%	173.9%	167.6%	59.1%	3.6%	17.5%	-15.4%	2,850.0%	119.5%
International	90	95	95	103	81	78	78	301	383
YoY 증가율	47.5%	33.8%	21.8%	13.2%	-10.0%	-17.9%	-17.9%	60.1%	27.2%
YoY (환효과제외)	32.0%	21.0%	22.0%	18.0%	-4.0%	-11.0%	-15.0%	58.0%	23.0%

자료: 각사, 유진투자증권

도표 26 셀트리온 파이프라인

제품 (바이오시밀러)

제품명	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발단계 (미국)	개발단계 (유럽)
램시마/Inflectra	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	FDA 허가('16.4), 출시	EMA 허가('13.6), 출시
트룩시마/ Truxima	Rituximab	Mapthera/Rituxan(Roche)	비호지킨 림프종	FDA 허가('18.11), 출시	EMA 허가('17.2), 출시
허쥬마/Herzuma	Trastuzumab	Herceptin(Roche)	유방암	FDA 허가('18.12)	EMA 허가('18.2), 출시
램시마 SC	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	임상 1, 3상 동시 진행 준비 중	EMA 허가 신청('18.11) EMA 허가 ('19.11)

바이오시밀러 후보군

프로젝트	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
CT-P05	Etanercept	Enbrel (Amgen)	류마티스 관절염	비임상 완료
CT-P14	Palivizumab	Synagis (Astrazeneca)	호흡기 질환	공정 개발 중
CT-P15	Cetuximab	Erbitux (BMS)	직결장암	비임상 완료
CT-P16	Bevacizumab	Avastin (Roche)	대장암	임상 3상 진행 중
CT-P17	Adalimumab	Humira (Abbott)	류마티스 관절염	임상 3상 진행 중
CT-P39	Omalizumab	Xolair (Novatis/Genentech)	알레르기성 천식/만성 두드러기	국내 1상 예정

자체 신약 후보군

프로젝트	협력기관	목표 적응증	개발현황
CT-P27	세브란스병원 / 미국 CDC / 서울대학교 등	인플루엔자	임상 2b상 종료, 연내 3상 진행 예정
CT-G20	-	비후근성심근증	임상 1상 진행 중
CT-P26	셀트리온화학연구소	유방암 (ADC)	비임상
CT-P19	미국 CDC 등	광견병	공정 개발 중
CT-P24	세브란스병원 / 건국대학교 등	B형 간염	공정 개발 중
CT-P25	-	인플루엔자	공정 개발 중

자료: 셀트리온, 유진투자증권

셀트리온(068270.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**3,315.5**	**3,540.6**	**3,946.0**	**4,494.8**	**5,203.9**
유동자산	1,614.0	1,664.5	1,917.0	2,315.1	2,843.9
현금성자산	558.1	532.4	741.7	1,035.3	1,408.0
매출채권	830.6	930.9	950.0	1,019.0	1,146.9
재고자산	199.5	163.1	186.9	222.0	249.9
비유동자산	1,701.5	1,876.1	2,029.0	2,179.6	2,360.0
투자자산	47.5	72.4	116.8	121.6	126.5
유형자산	844.2	881.4	923.3	1,002.5	1,117.2
기타	809.8	922.3	988.9	1,055.6	1,116.4
부채총계	**883.6**	**907.8**	**1,012.3**	**1,030.8**	**1,031.9**
유동부채	616.8	678.1	668.4	679.0	682.0
매입채무	45.8	67.4	125.4	164.1	185.0
유동성이자부채	416.8	413.6	343.9	313.9	293.9
기타	154.1	197.1	199.1	201.1	203.1
비유동부채	266.8	229.8	343.9	351.7	349.9
비유동기타부채	224.1	103.1	149.6	149.6	139.6
기타	42.7	126.7	194.3	202.1	210.3
자본총계	**2,431.9**	**2,632.8**	**2,933.7**	**3,464.0**	**4,172.1**
지배지분	2,308.9	2,524.0	2,824.5	3,354.7	4,062.8
자본금	122.7	125.5	128.3	128.3	128.3
자본잉여금	757.6	776.6	801.3	801.3	801.3
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,031.9	2,562.1	3,270.2
기타	(21.1)	(79.9)	(137.0)	(137.0)	(137.0)
비지배지분	123.0	108.8	109.3	109.3	109.3
자본총계	**2,431.9**	**2,632.8**	**2,933.7**	**3,464.0**	**4,172.1**
총차입금	640.9	516.7	493.5	463.5	433.5
순차입금	82.8	(15.7)	(248.3)	(571.8)	(974.5)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**497.5**	**382.1**	**534.0**	**616.9**	**736.7**
당기순이익	386.2	253.6	303.9	450.4	601.4
자산상각비	98.0	126.8	145.1	144.8	155.8
기타비현금성손익	6.8	(0.7)	69.9	85.5	112.6
운전자본증감	(68.9)	(11.4)	48.5	(63.9)	(133.2)
매출채권감소(증가)	(68.1)	2.1	(19.1)	(69.0)	(127.9)
재고자산감소(증가)	(52.8)	(0.3)	(39.3)	(35.1)	(27.9)
매입채무증가(감소)	(0.0)	(0.4)	(15.2)	38.7	20.9
기타	52.0	(12.8)	122.1	1.6	1.6
투자활동현금흐름	**(245.1)**	**(193.1)**	**(268.8)**	**(299.2)**	**(340.1)**
단기투자자산감소	(138.5)	18.0	(18.8)	(5.9)	(6.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
설비투자	(21.0)	(79.4)	(87.3)	(126.0)	(166.5)
유형자산처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(87.1)	(125.7)	(150.7)	(164.8)	(164.8)
재무활동현금흐름	**(96.3)**	**(198.1)**	**(79.3)**	**(30.0)**	**(30.0)**
차입금증가	(35.3)	(123.6)	(30.1)	(30.0)	(30.0)
자본증가	10.0	14.6	15.4	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0
현금 증감	**150.8**	**(8.7)**	**185.9**	**287.7**	**366.6**
기초현금	268.4	419.2	410.5	596.5	884.1
기말현금	419.2	410.5	596.5	884.1	1,250.7
Gross cash flow	605.5	469.9	518.8	680.7	869.9
Gross investment	175.6	222.5	201.5	357.2	467.2
Free cash flow	**429.9**	**247.4**	**317.3**	**323.6**	**402.7**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**949.1**	**982.1**	**1,086.8**	**1,557.7**	**2,058.2**
증가율(%)	41.5	3.5	10.7	43.3	32.1
매출원가	254.5	432.9	440.1	693.6	966.3
매출총이익	694.6	549.2	646.6	864.1	1,091.9
판매 및 일반관리비	186.8	210.5	252.5	276.2	303.8
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**507.8**	**338.7**	**394.2**	**587.9**	**788.0**
증가율(%)	103.4	(33.3)	16.4	49.1	34.0
EBITDA	605.8	465.5	539.3	732.7	943.9
증가율(%)	79.0	(23.2)	15.9	35.9	28.8
영업외손익	(16.3)	(21.0)	7.5	(10.5)	(7.0)
이자수익	5.5	10.8	14.0	9.5	10.0
이자비용	14.5	14.2	11.8	8.9	4.0
지분법손익	2.0	(0.5)	1.5	2.2	2.2
기타영업손익	(9.4)	(17.0)	3.9	(13.3)	(15.2)
세전순이익	**491.5**	**317.7**	**401.7**	**577.4**	**781.0**
증가율(%)	114.3	(35.4)	26.4	43.7	35.3
법인세비용	105.3	64.2	97.8	127.0	179.6
당기순이익	**386.2**	**253.6**	**303.9**	**450.4**	**601.4**
증가율 (%)	114.0	(34.3)	19.8	48.2	33.5
지배주주지분	382.5	261.8	332.5	530.3	708.1
증가율(%)	114.9	(31.5)	27.0	59.5	33.5
비지배지분	3.7	(8.3)	(28.7)	(79.9)	(106.7)
EPS	**3,007**	**2,053**	**2,595**	**4,132**	**5,518**
증가율 (%)	114.2	(31.7)	26.4	59.2	33.5
수정EPS	3,007	2,053	2,595	4,132	5,518
증가율 (%)	114.2	(31.7)	26.4	59.2	33.5

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,007	2,053	2,595	4,132	5,518
BPS	18,138	19,727	22,010	26,142	31,659
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	72.3	108.4	67.6	42.5	31.8
PBR	12.0	11.3	8.0	6.7	5.5
EV/ EBITDA	45.8	61.1	41.3	30.0	22.8
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	45.6	60.4	43.3	33.1	25.9
수익성 (%)					
영업이익율	53.5	34.5	36.3	37.7	38.3
EBITDA이익율	63.8	47.4	49.6	47.0	45.9
순이익율	40.7	25.8	28.0	28.9	29.2
ROE	17.5	10.8	12.4	17.2	19.1
ROIC	15.8	10.7	11.5	16.8	20.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	3.4	(0.6)	(8.5)	(16.5)	(23.4)
유동비율	261.7	245.5	286.8	340.9	417.0
이자보상배율	35.1	23.8	33.3	66.0	198.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	1.2	1.1	1.2	1.6	1.9
재고자산회전율	4.9	5.4	6.2	7.6	8.7
매입채무회전율	23.6	17.4	11.3	10.8	11.8

자료: 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ)

바이오 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

램시마SC 직판 효과로 이익률 개선 예상

BUY(유지)

현재주가(12/02)	49,150원
목표주가(12M, 하향)	70,000원

■ 램시마SC 판매시작으로 이익률 상승 예상

램시마SC의 유럽판매는 내년 2월부터 시작된다. 램시마와 달리 램시마SC는 셀트리온헬스케어가 직판을 하게된다. 마케팅업체들이 공유하던 이익을 동사가 흡수하는 것이다. 또한 램시마SC의 판가는 상대적으로 약가가 높은 휴미라와 2차 자가면역질환치료제들인 악템라, 스텔라라 등에 맞추어져 정해졌기 때문에 램시마군의 평균 판가가 높아지게 된다. 내년 하반기 적응증이 IBD(염증성 장질환)로 확장되면서 램시마SC의 매출액 증가폭이 커지게 되면 마진율 개선도 더욱 탄력을 받을 것으로 예상된다.

■ 직판체제가 자리잡으면 유럽시장에서 영향력 커질 것

시장 초기 셀트리온의 존재감이 없었기 때문에 기존의 유럽 마케팅업체들과 계약조건이 좋지 못했을 것이다. 약가인하 속도가 예상보다 커지자 마케팅업체들보다 동사의 이익이 크게 훼손당했을 가능성도 높다. 따라서 이번 램시마SC의 직판의 성공여부가 동사의 유럽시장에서의 영향력 확대에 중요한 이정표가 될 것으로 판단된다. 직판의 성공적인 경험이 쌓이면 램시마SC뿐 아니라 허쥬마, 트룩시마는 물론 향후 출시될 바이오시밀러들도 직판의 비율을 수월하게 늘릴 수 있기 때문이다. 마케팅업체들이 향유하던 이익을 가격경쟁력으로 사용할 수도 있어 동사의 유럽시장 침투율은 더욱 높아질 수 있다. 직판의 성공여부가 동사의 두 번째 성공신화를 위한 플랫폼이 될 수 있다. 입찰위주의 유럽시장에서 좋은 약과 브랜드 인지도를 갖춘 회사가 성공하지 못할 이유가 없다.

■ 2020년 바이오시밀러 업체들 중 실적 증가율 가장 높아

동사의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1조 7,077억원, 2,042억원으로 올해 대비 54%, 223% 급증할 것으로 예상된다. 램시마SC의 유럽 판매가 시작되고, 미국에서 트룩시마와 허쥬마의 판매도 본격화되기 때문이다. 약가가 상대적으로 높은 램시마SC의 판매시작으로 동사의 유럽에서의 약가인하로 인한 마진율 하락리스크는 올해 대비 크게 낮아질 것으로 예상된다. 또한 두 항암제 바이오시밀러도 유럽 대비 미국에서의 판가가 월등히 높아 마진율이 개선될 것으로 판단된다. 셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 8만원에서 7만원으로 하향한다. 하향의 이유는 펀더멘탈 이슈가 아니라 목표주가와 현주가의 괴리율이 지나치게 확대되었기 때문이다. 내년부터 고성장이 재개되는 것을 감안하면 현주가 수준은 저점매수가 필요한 구간이라고 판단된다.

Key Data (기준일: 2019.12.02)

KOSPI(pt)	2,092
KOSDAQ(pt)	635
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	7,074
52주 최고/최저(원)	85,700 / 37,700
52주 일간 Beta	1.11
발행주식수(천주)	143,928
평균거래량(3M,천주)	918
평균거래대금(3M,백만원)	48,461
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	23.8
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18인	38.0
Ion Investment	9.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	8.0	-13.6	-36.4
KOSPI 대비상대수익률	-4.8	5.7	-4.7	-27.5

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	713	1,111	1,708	2,180
영업이익(십억원)	(25)	63	204	317
세전계속사업손익(십억원)	24	82	216	329
당기순이익(십억원)	11	46	166	253
EPS(원)	80	323	1,154	1,760
증감률(%)	(92.8)	305.6	257.5	52.6
PER(배)	946.4	152.3	42.6	27.9
ROE(%)	0.7	2.8	9.6	13.0
PBR(배)	6.6	4.3	3.9	3.4
EV/EBITDA(배)	-	102.8	32.0	20.0

자료:유진투자증권

도표 27 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F
매출액	**128.4**	**183.8**	**212.7**	**188.7**	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**324.0**
%YoY	119.7%	-19.9%	25.7%	-59.3%	71.8%	55.0%	32.6%	71.7%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.6	133.3	148.1	115.6	135.8
트룩시마	21.2	82.8	23.7	-13.6	68.0	105.4	143.8	126.2
허쥬마	1.5	43.4	77.1	49.2	18.4	31.3	22.6	58.0
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	1.1	24.6	0.1	-11.6	0.9	-	-	4.0
매출원가	102.8	144.9	168.8	228.1	186.6	248.3	233.1	268.8
매출원가율	80.1%	78.9%	79.4%	120.9%	84.6%	87.2%	82.6%	83.0%
매출총이익	25.6	38.8	43.9	-39.4	33.9	36.4	48.9	55.1
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	24.5	27.2	27.6	31.8
영업이익	**8.4**	**15.2**	**20.0**	**-68.9**	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**23.3**
영업이익률	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	4.2%	3.2%	5.1%	7.2%
%YoY	흑전	-66.6%	73.7%	-170.7%	11.1%	-39.2%	6.4%	흑자전환
영업외손익	74.1	0.7	-11.0	-14.2	- 0.7	8.7	5.1	5.2
세전이익	82.5	16.0	9.1	-83.2	8.6	18.0	26.4	28.5
법인세비용	22.0	5.0	2.7	-16.7	2.8	9.5	16.3	6.6
법인세율	26.7%	31.2%	29.7%	20.0%	32.2%	52.9%	61.6%	23.0%
당기순이익	**60.5**	**11.0**	**6.4**	**-66.5**	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**22.0**

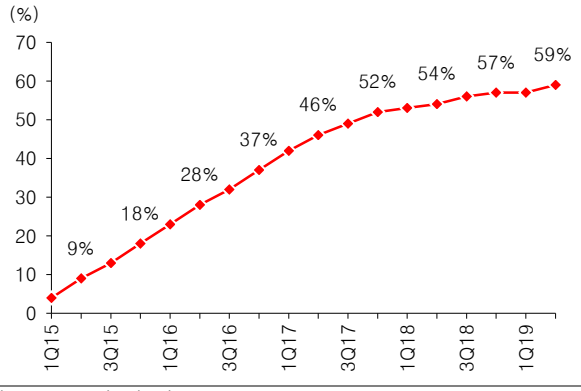
자료: 유진투자증권

도표 28 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,111.3**	**1,707.7**	**2,180.4**	**2,761.5**	**3,461.4**
%YoY	25.6%	-22.5%	55.8%	53.7%	27.7%	26.6%	25.3%
램시마	506.9	413.8	532.8	549.3	631.7	726.5	821.0
트룩시마	383.2	114.2	443.4	572.5	687.0	797.0	916.5
허쥬마	17.7	171.2	130.2	258.5	310.2	362.9	417.4
램시마SC	-	-	-	317.3	539.4	863.0	1,294.5
기타	13.1	14.3	4.9	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	936.9	1,371.6	1,711.6	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	84.3%	80.3%	78.5%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	174.4	336.1	468.8	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	111.1	131.8	151.9	175.6	203.7
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**63.3**	**204.2**	**316.9**	**459.6**	**627.0**
영업이익률	16.7%	-3.5%	5.7%	12.0%	14.5%	16.6%	18.1%
%YoY	-1.1%	-116.4%	흑자전환	222.8%	55.2%	45.0%	36.4%
영업외손익	52.5	49.6	18.3	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	81.5	215.6	328.9	471.6	638.0
법인세비용	48.7	13.0	35.1	49.6	75.7	108.5	146.7
법인세율	23.6%	53.4%	43.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**46.4**	**166.0**	**253.3**	**363.1**	**491.3**
EPS			323	1,154	1,760	2,523	3,414
목표주가 기준 PER			**217.0**	**60.7**	**39.8**	**27.7**	**20.5**

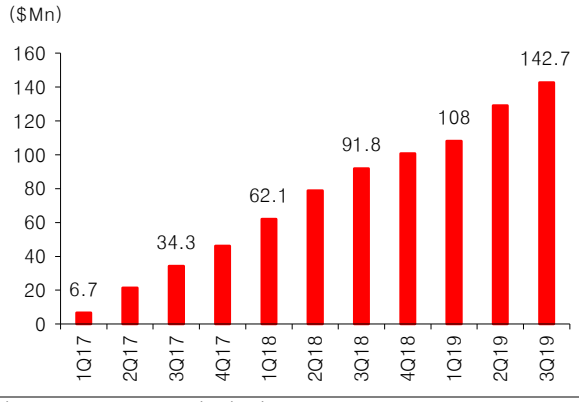
자료: 유진투자증권

도표 29 유럽 램시마 시장점유율



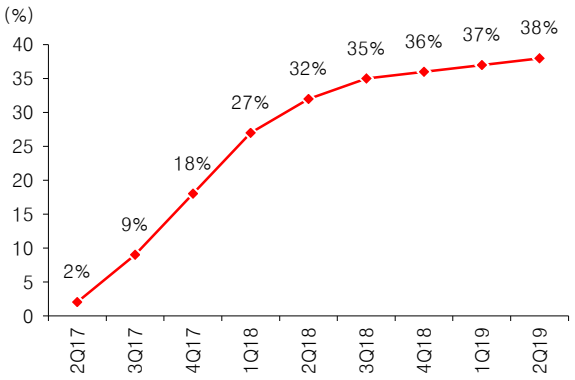
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 30 미국 인플렉트라 처방액 추이



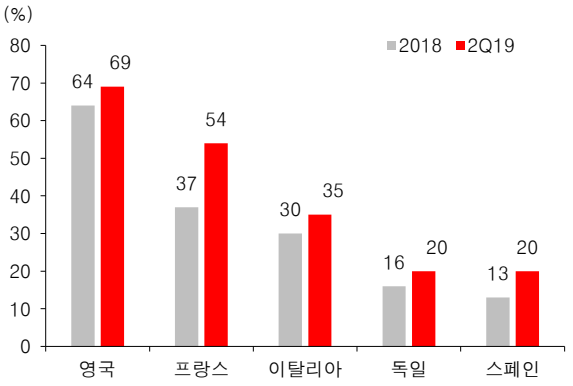
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 31 유럽 트룩시마 시장점유율



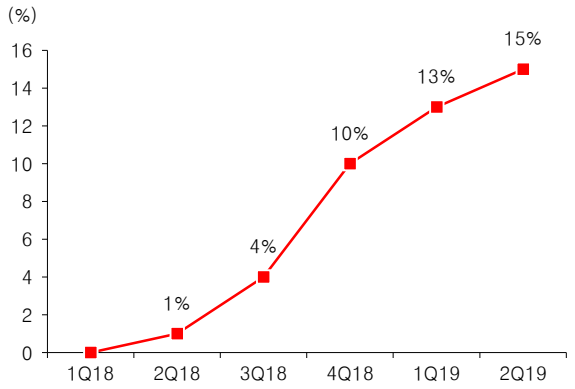
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 32 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



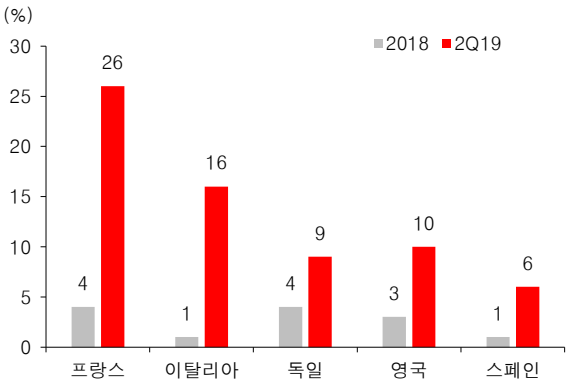
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 33 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 34 유럽의 지역별 허쥬마 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,874.9**	**2,948.6**	**2,798.0**	**2,961.8**	**3,213.3**
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,613.7	2,770.9	3,015.2
현금성자산	774.8	572.6	508.5	618.9	820.5
매출채권	415.5	405.1	401.2	434.3	463.2
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,680.0	1,693.5	1,707.1
비유동자산	74.7	155.2	184.3	190.9	198.1
투자자산	72.3	151.9	179.1	186.3	193.9
유형자산	0.3	0.4	2.5	2.1	1.9
기타	2.1	2.9	2.7	2.5	2.3
부채총계	**1,167.5**	**1,313.1**	**1,145.6**	**1,143.4**	**1,141.6**
유동부채	993.3	1,279.1	1,060.3	1,054.6	1,049.3
매입채무	720.4	813.8	725.3	728.2	731.1
유동성이자부채	75.1	84.1	117.9	117.9	117.9
기타	197.9	381.2	217.0	208.5	200.3
비유동부채	174.1	34.0	85.3	88.7	92.3
비유동기타부채	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
기타	174.1	34.0	84.4	87.8	91.4
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,652.4**	**1,818.5**	**2,071.7**
지배지분	1,707.5	1,635.5	1,652.4	1,818.5	2,071.7
자본금	137.3	140.5	143.9	143.9	143.9
자본잉여금	1,365.6	1,377.0	1,390.3	1,390.3	1,390.3
이익잉여금	258.8	267.5	311.1	477.1	730.4
기타	(54.3)	(149.5)	(192.9)	(192.9)	(192.9)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,652.4**	**1,818.5**	**2,071.7**
총차입금	75.1	84.1	118.8	118.8	118.8
순차입금	(699.7)	(488.4)	(389.7)	(500.0)	(701.7)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,111.3**	**1,707.7**	**2,180.4**
증가율(%)	25.6	(22.5)	55.8	53.7	27.7
매출원가	696.8	644.6	936.9	1,371.6	1,711.6
매출총이익	224.1	68.9	174.4	336.1	468.8
판매 및 일반관리비	70.5	94.1	111.1	131.8	151.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**153.7**	**(25.2)**	**63.3**	**204.2**	**316.9**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	222.8	55.2
EBITDA	153.8	(24.9)	65.0	205.2	317.8
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	215.5	54.9
영업외손익	52.5	49.6	18.3	11.4	12.0
이자수익	6.8	5.4	1.9	10.2	13.9
이자비용	24.1	0.8	0.2	0.4	0.2
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	69.8	45.0	16.6	1.6	(1.6)
세전순이익	206.1	24.4	81.5	215.6	328.9
증가율(%)	48.6	(88.2)	234.0	164.5	52.6
법인세비용	48.7	13.0	35.1	49.6	75.7
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**46.4**	**166.0**	**253.3**
증가율 (%)	62.0	(92.8)	307.7	257.6	52.6
지배주주지분	157.4	11.4	46.4	166.0	253.3
증가율(%)	62.0	(92.8)	307.7	257.6	52.6
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS	**1,107**	**80**	**323**	**1,154**	**1,760**
증가율 (%)	27.7	(92.8)	305.6	257.5	52.6
수정EPS	1,107	80	323	1,154	1,760
증가율 (%)	27.7	(92.8)	305.6	257.5	52.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194.3)**	**(184.2)**	**(124.2)**	**118.0**	**209.7**
당기순이익	157.4	11.4	46.4	166.0	253.3
자산상각비	0.2	0.3	1.8	1.0	0.9
기타비현금성손익	(57.2)	(35.9)	(150.3)	3.4	3.6
운전자본증감	(266.9)	(126.7)	16.6	(52.4)	(48.0)
매출채권감소(증가)	(143.1)	(13.3)	4.0	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(113.6)	(128.1)	21.4	(13.5)	(13.6)
매입채무증가(감소)	17.9	(12.9)	31.9	2.9	2.9
기타	(28.2)	27.6	(40.8)	(8.8)	(8.5)
투자활동현금흐름	**(521.0)**	**253.0**	**(52.4)**	**(23.1)**	**(24.1)**
단기투자자산감소	(520.0)	258.7	(42.5)	(15.4)	(16.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	**865.3**	**(83.1)**	**86.1**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(141.0)	5.5	94.5	0.0	0.0
자본증가	998.8	0.0	(2.7)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0
현금 증감	**155.5**	**(11.0)**	**(111.8)**	**94.9**	**185.6**
기초현금	95.9	251.4	240.4	128.5	223.5
기말현금	251.4	240.4	128.5	223.5	409.0
Gross cash flow	119.2	(18.5)	(102.1)	170.5	257.7
Gross investment	267.9	132.5	(6.6)	60.1	56.1
Free cash flow	**(148.7)**	**(150.9)**	**(95.5)**	**110.3**	**201.6**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,107	80	323	1,154	1,760
BPS	11,960	11,412	11,482	12,635	14,395
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	152.3	42.6	27.9
PBR	8.9	6.6	4.3	3.9	3.4
EV/ EBITDA	94.3	-	102.8	32.0	20.0
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	127.1	-	-	41.5	27.4
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	5.7	12.0	14.5
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	5.9	12.0	14.6
순이익율	17.1	1.6	4.2	9.7	11.6
ROE	13.9	0.7	2.8	9.6	13.0
ROIC	12.9	(1.1)	3.0	12.2	18.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(23.6)	(27.5)	(33.9)
유동비율	281.9	218.4	246.5	262.7	287.3
이자보상배율	6.4	(33.4)	266.2	491.0	1,333.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율	2.4	1.7	2.8	4.1	4.9
재고자산회전율	0.6	0.4	0.7	1.0	1.3
매입채무회전율	1.3	0.9	1.4	2.3	3.0

자료: 유진투자증권

삼성바이오로직스(207940.KS)

바이오 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

CMO, 바이오시밀러 사업 동시에 이익성장 국면에

■ CMO 사업 이익성장 추세에 진입

삼성바이오로직스는 생산능력 측면에서는 CMO 글로벌 1위업체이다. 1,2,3공장 합산 캐파가 36.2리터로 론자나 BI를 넘어섰다. 대규모 설비증설에 따른 감가상각비와 운영비용으로 그동안 적정이익이 발생하지 못했다. 하지만 3공장 가동이 시작된 효과가 3분기부터 부분적으로 나타나기 시작했다. 올해는 3공장 가동율이 20% 수준에 불과하지만 내년부터 점진적으로 상승하면서 본격적인 이익개선이 될 것으로 판단된다. 바이오시밀러와 알츠하이머 치료제 등 대규모 CMO가 필요한 전방산업이 개화하는 단계이기 때문에 향후 동사의 수주잔고도 풀캐파 수준으로 증가할 것으로 예상된다. 동사의 2019~2023년 매출액과 영업이익 연평균 성장률은 각각 25%, 113%로 추정된다.

■ 삼성바이오에피스도 턴어라운드 빨라져

바이오시밀러 사업을 하는 관계사인(지분율 50%) 삼성바이오에피스도 바이오시밀러 판매 확대로 올해부터 턴어라운드를 기록하고 있고, 내년부터는 폭이 커진다. 유럽에서 베네팔리에 이어 임랄디의 판매가 큰 폭으로 증가하고 있고, 내년부터는 미국에서 온트루잔트와 아바스틴 바이오시밀러가 출시될 예정이다. 루센티스 바이오시밀러는 2021년에 시장에 출시될 것으로 예상된다. 솔리리스와 아일리아 바이오시밀러들도 순차적으로 시장진입이 예상된다. 판매를 맡고 있는 바이오젠이 최근 기존 판권보유 약품에 대해 연장계약을 했고, 루센티스와 아일리아 바이오시밀러에 대해서도 계약을 했다. 그만큼 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 산업 내에서의 위상이 검증되었다고 판단된다. 삼성바이오에피스의 2019~2023년 매출액과 영업이익 연평균 증가율은 32%, 69%로 추정된다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 48만원 제시

삼성바이오로직스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48만원을 제시한다. 목표주가는 본업인 CMO 가치와 삼성바이오에피스 가치를 합산해서 산정했다. CMO 가치는 EV/EBITDA 방식으로 계산했고, 삼성바이오에피스 가치는 PER 방식을 적용했다. 2023년은 글로벌 최대 바이오약인 휴미라의 미국 바이오시밀러 시장(잠재 시장 약 15조원)이 열려 바이오시밀러 업체들에게는 의미가 큰 해이다. 2023년에는 바이오시밀러 수요증가에 따라 본업인 CMO 평균 가동률이 약 70%에 육박할 것으로 예상된다. 향후 4공장 증설의 가능성이 높고, 2023년 이후에도 아일리아, 솔리리스 바이오시밀러 등으로 삼성바이오에피스의 성장이 지속될 것으로 보여 미래 이익을 선반영한 밸류에이션이 부담스럽지 않다고 판단된다.

BUY(신규)

현재주가(12/02)	390,000원
목표주가(12M, 신규)	480,000원

Key Data (기준일: 2019.12.02)

KOSPI(pt)	2,092
KOSDAQ(pt)	635
액면가(원)	2,500
시가총액(십억원)	25,804
52주 최고/최저(원)	420,000 / 241,500
52주 일간 Beta	1.17
발행주식수(천주)	66,165
평균거래량(3M,천주)	118
평균거래대금(3M,백만원)	41,406
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	9.9
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 4인	75.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	46.1	30.0	16.6
KOSPI대비상대수익률	-1.1	39.8	27.5	16.8

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	536	579	805	1,044
영업이익(십억원)	56	21	156	263
세전계속사업손익(십억원)	303	34	206	356
당기순이익(십억원)	224	31	173	299
EPS(원)	3,387	470	2,616	4,525
증감률(%)	흑전	(86.1)	456.7	73.0
PER(배)	114.1	829.8	149.1	86.2
ROE(%)	5.5	0.7	4.1	6.6
PBR(배)	6.2	6.2	5.9	5.5
EV/EBITDA(배)	172.2	169.0	90.0	66.9

자료: 유진투자증권

목표주가 48만원 제시

삼성바이오로직스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48만원을 제시한다. 목표주가는 본업인 CMO사업의 가치와 관계사인 삼성바이오에피스의 지분가치를 합산해서 산정했다. 가치산정의 기준은 2023년으로 했다. 그 이유는 우선 CMO 전체의 평균 가동율이 70% 수준으로 예상되어 적정가치를 평가할 수 있는 시점이 2023년이다. 또한 삼성바이오에피스 입장에서도 글로벌 최대의 바이오시밀러가 될 미국의 휴미라 바이오시밀러 시장이 시작될 해이기 때문이다. CMO는 현재 1~3공장 이외에 4공장을 증설할 가능성이 높고, 바이오시밀러도 2023년 이후에도 아일리아, 솔리리스 바이오시밀러 출시가 지속된다. 따라서 2023년의 예상이익을 기준으로 가치산정을 하는 것이 큰 무리는 없다고 판단된다. CMO 가치 산정은 EV/EBITDA 방식으로 했고, 적정 배수를 경쟁업체들의 평균 배수인 31.3배로 산정했다. CMO 사업이 대규모 투자에 따른 감가상각비가 발생하기 때문에 EV/EBITDA 방식을 사용했다. 동사는 캐파기준 글로벌 1위이다. 삼성바이오에피스 가치산정에 PER을 적용한 이유는 내년부터 본격적인 이익성장국면에 진입해 이익으로 적정가치를 산정하는 것이 가능하기 때문이다. 2019~2023년 바이오에피스의 매출, 영업익, 순이익 CAGR은 32%, 69%, 69%로 추정된다.

도표 35 삼성바이오로직스 목표주가 산정

(십억원)	2023F	
EBITDA	555.8	
EV/EBITDA(x)	31.3	2020년 동종업체 평균 EV/EBITDA 적용
사업가치(A)	**17,396.5**	
보유지분 가치(B)	14,013.1	
삼성바이오에피스	14,013.1	바이오에피스 2023년 순이익에 PER 43배 적용, 지분률 50%
기업가치(C=A+B)	**31,409.7**	
순현금(순차입금) (D)	335.1	2023년 예상 순현금
적정시가총액(E=C+D)	31,744	
발행주식수(F)	66,165,000	
적정주가(E/F)	**479,782**	
목표주가	**480,000**	

자료: 유진투자증권

도표 36 Peer Valuation

	삼성바이오로직스	평균	WUXI Biologics	Lonza Group	셀트리온
국가	한국		홍콩	스위스	한국
2019-12-02 종가(원)	390,000		78.4	339.6	175,500
시가총액(십억원)	25,804		14,416	25,290	22,523
PER (배)					
FY17A	-	83.5	151.7	26.9	72.0
FY18A	114.1	73.2	84.7	28.9	106.0
FY19F	**829.8**	**63.8**	**95.5**	**26.1**	**69.7**
FY20F	**149.1**	**46.8**	**66.0**	**23.9**	**50.5**
PBR (배)					
FY17A	6.2	8.5	10.5	3.2	11.7
FY18A	6.2	7.0	6.8	3.0	11.1
FY19F	**6.2**	**7.5**	**10.7**	**3.8**	**7.9**
FY20F	**5.9**	**6.5**	**9.2**	**3.5**	**6.9**
매출액 (십억원)					
FY17A	464.6	1,936.5	239.8	4,620.5	949.1
FY18A	535.8	2,343.9	383.4	5,666.3	982.1
FY19F	579.2	2,526.1	547.2	5,927.2	1,103.9
FY20F	804.9	2,855.3	796.7	6,343.3	1,425.8
영업이익 (십억원)					
FY17A	66.0	418.4	63.7	683.7	507.8
FY18A	55.7	428.0	84.4	860.9	338.7
FY19F	20.7	574.8	139.7	1,183.8	400.7
FY20F	155.7	704.6	219.1	1,320.1	574.5
영업이익률 (%)					
FY17A	14.2	31.6	26.5	14.8	53.5
FY18A	10.4	23.9	22.0	15.2	34.5
FY19F	3.6	27.3	25.5	20.0	36.3
FY20F	19.3	29.5	27.5	20.8	40.3
순이익 (십억원)					
FY17A	-97.0	379.4	37.4	718.3	382.5
FY18A	224.1	309.6	95.4	571.5	261.8
FY19F	31.1	481.6	146.9	975.4	322.4
FY20F	173.1	578.9	214.6	1,067.8	454.2
EV/EBITDA (배)					
FY17A	182.0	45.0	71.6	18.5	45.1
FY18A	172.2	49.1	72.1	15.1	60.1
FY19F	**169.0**	**43.3**	**70.1**	**18.0**	**41.8**
FY20F	**90.0**	**31.3**	**44.9**	**16.3**	**32.5**
ROE (%)					
FY17A	-2.4	15.3	11.8	16.7	17.5
FY18A	5.5	10.1	10.5	9.1	10.8
FY19F	0.7	12.2	11.6	13.3	11.9
FY20F	4.1	14.4	14.5	13.7	14.9

자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 1위 CMO 캐파 수요증가 효과 예상

론자와 BI를 제치고 1위의 생산능력을 확보한 동사의 CMO 사업은 아직까지 풀가동할 수주를 확보하지는 못한 상태이다. 당사는 실질적인 풀캐파 가동율 수준인 70~80%수준이 2023년에는 도달할 것으로 판단된다. 가장 큰 이유는 글로벌 바이오시밀러 시장의 활성화이다. 기존 바이오시장 대비 4배 이상 성장이 예상되는 바이오시밀러 시장은 수치상으로 쉽게 확인된다. 향후 10년내에 특허가 만료되는 시장만 약 100조원을 상회한다. 암젠, 화이자, 노바티스(산도즈) 등 빅파마들까지 시장에 진입하고 있기 때문에 기존의 바이오신약에 국한되었던 CMO의 전방산업이 대폭 확대되는 것이다. 삼성바이오로직스는 가장 빠르게 성장하는 바이오시밀러업체인 삼성바이오에피스를 관계회사로 확보하고 있어 바이오시밀러발 CMO 수요증가의 직접적인 수혜를 보고 있다.

도표 37 삼성바이오로직스 실적전망

(단위: 십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**131.0**	**125.4**	**101.1**	**178.3**	**125.4**	**78.1**	**184.8**	**191.0**	**535.8**	**579.2**	**804.9**
증가율(%YoY)	*21.7*	*98.4*	*-20.7*	*7.2*	*-4.3*	*-37.8*	*82.8*	*7.1*	*15.3*	*8.1*	*39.0*
1공장	50.0	21.0	16.0	38.0	50.0	38.0	33.8	17.5	136.0	139.2	111.2
2공장	81.0	104.4	85.1	140.3	75.4	40.1	116.1	138.5	399.7	370.0	495.4
3공장							35.0	35.0		70.0	198.3
매출비중(%)											
1공장	38.2	16.7	15.8	21.3	39.9	48.7	18.3	9.1	25.4	24.0	13.8
2공장	61.8	83.3	84.2	78.7	60.1	51.3	62.8	72.5	74.6	63.9	61.5
3공장							18.9	18.3		12.1	24.6
매출원가	105.8	82.4	67.4	135.1	125.8	66.6	136.0	125.2	390.6	453.5	531.3
매출원가율(%)	80.7%	65.7%	66.6%	75.8%	100.3%	85.3%	73.6%	65.6%	72.9%	78.3%	66.0%
판관비	15.2	19.3	23.3	31.7	23.0	27.0	25.2	29.9	89.5	105.0	118.0
판관비율(%)	11.6%	15.4%	23.0%	17.8%	18.3%	34.5%	13.6%	15.6%	16.7%	18.1%	14.7%
영업이익	**10.0**	**23.7**	**10.5**	**11.5**	**-23.4**	**-15.4**	**23.6**	**35.9**	**55.7**	**20.7**	**155.7**
증가율(%YoY)	*193.3*	*흑자전환*	*-48.8*	*-77.3*	*적자전환*	*적자전환*	*125.4*	*212.3*	*-15.6*	*-62.8*	*652.6*
영업이익률(%)	7.6%	18.9%	10.4%	6.5%	-18.7%	-19.8%	12.8%	18.8%	10.4%	3.6%	19.3%
영업외손익	(60.4)	(41.8)	(36.1)	385.7	(13.3)	(4.2)	20.7	10.4	247.3	13.6	50.8
세전이익	(50.4)	(18.1)	(25.7)	397.2	(36.7)	(19.6)	44.3	46.3	303.0	34.3	206.5
법인세	(3.8)	1.5	1.3	79.9	1.8	(6.2)	0.1	7.5	78.9	3.2	33.4
법인세율(%)	7.5%	-8.1%	-5.1%	20.1%	-4.9%	31.7%	0.3%	16.2%	26.0%	9.4%	16.2%
순이익	**-46.7**	**-19.5**	**-27.0**	**317.3**	**-38.5**	**-13.4**	**44.1**	**38.8**	**224.1**	**31.1**	**173.1**

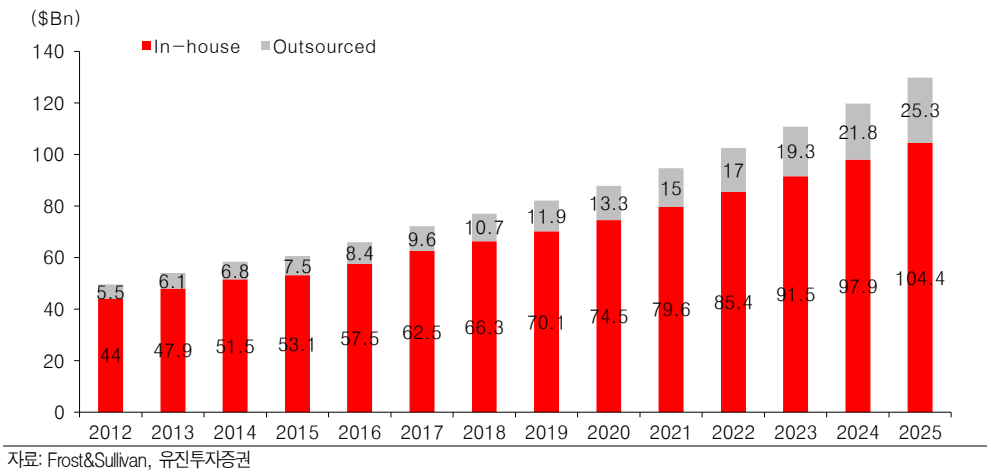
자료: 유진투자증권

도표 38 삼성바이오로직스 연간 실적전망

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**17.1**	**105.1**	**91.3**	**294.6**	**464.6**	**535.8**	**579.2**	**804.9**	**1,043.9**	**1,232.6**	**1,390.0**
증가율(%YoY)		*514.2*	*-13.2*	*222.8*	*57.7*	*15.3*	*8.1*	*39.0*	*29.7*	*18.1*	*12.8*
1공장				235.8	223.0	136.0	139.2	111.2	127.3	131.1	135.1
2공장				58.8	241.6	399.7	370.0	495.4	471.0	566.0	624.7
3공장							70.0	198.3	445.6	535.4	630.3
매출비중(%)											
1공장				80.0	48.0	25.4	24.0	13.8	12.2	10.6	9.7
2공장				20.0	52.0	74.6	63.9	61.5	45.1	45.9	44.9
3공장							12.1	24.6	42.7	43.4	45.3
매출원가	54.4	124.9	114.8	268.1	332.8	390.6	453.5	531.3	657.7	751.9	820.1
매출원가율(%)	317.8%	118.8%	125.8%	91.0%	71.6%	72.9%	78.3%	66.0%	63.0%	61.0%	59.0%
판관비	116.8	99.8	180.1	57.0	65.8	89.5	105.0	118.0	123.0	134.0	145.0
판관비율(%)	682.3%	94.9%	197.3%	19.3%	14.2%	16.7%	18.1%	14.7%	11.8%	10.9%	10.4%
영업이익	**-154.1**	**-119.5**	**-203.6**	**-30.4**	**66.0**	**55.7**	**20.7**	**155.7**	**263.3**	**346.7**	**424.9**
증가율(%YoY)		*적자지속*	*적자지속*	*적자지속*	*흑자전환*	*-15.6*	*-62.8*	*652.6*	*69.1*	*31.7*	*22.6*
영업이익률(%)	-900.1%	-113.7%	-223.1%	-10.3%	14.2%	10.4%	3.6%	19.3%	25.2%	28.1%	30.6%
영업외손익	5.6	19.9	2,691.7	(200.5)	(182.0)	247.3	13.6	50.8	93.2	144.5	255.7
세전이익	(148.5)	(99.7)	2,488.1	(230.9)	(116.0)	303.0	34.3	206.5	356.5	491.2	680.6
법인세			583.1	(54.1)	(19.0)	78.9	3.2	33.4	57.0	75.2	92.4
법인세율(%)			23.4%	23.4%	16.4%	26.0%	9.4%	16.2%	16.0%	15.3%	13.6%
순이익	**-148.5**	**-99.7**	**1,904.9**	**-176.8**	**-97.0**	**224.1**	**31.1**	**173.1**	**299.4**	**416.0**	**588.2**

자료: 유진투자증권

도표 39 글로벌 CDMO 시장 전망



자료: Frost&Sullivan, 유진투자증권

바이오시밀러 사업, 본격 이익 증가 국면 진입 예상

베네팔리 하나 밖에 없던 삼성바이오에피스 블록버스터에 임랄디의 가세가 예상되면서 이익성장이 본격화되고 있다. 2020년에는 미국에 온트루잔트(허셉틴 바이오시밀러)와 아바스틴 바이오시밀러가 출시될 예정이다. 2021년에는 루센티스 바이오시밀러가 출시되고 2022년에는 루센티스와 아바스틴 바이오시밀러의 유럽출시도 예상된다. 이어서 솔리리스와 아일리아 바이오시밀러도 출시될 것으로 예상되나, 출시시점이 명확하지 않아 실적 추정에는 산정하지 않았다. 삼성바이오에피스는 JV 상대방인 바이오젠과 매출와 이익을 공유하는데, 여타 제약/바이오업체들과 마찬가지로 레버리지 효과가 큰 사업구조이다. 바이오시밀러 약품당 개발비와 이를 유지하기 위한 운영비용 등이 선반영 되면서 2018년까지는 적자구조였고, 올해부터 개발된 약품들이 매출이 증가하면서 이익이 증가하는 국면으로 진입했다. 삼성바이오에피스의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 7,459억원, 992억원에서 2023년에는 2조 2,455억원, 8,148억원으로 급증할 것으로 예상된다.

도표 40 **삼성바이오에피스 연간 실적전망**

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**43.7**	**76.4**	**23.9**	**147.5**	**314.8**	**368.7**	**745.9**	**1,049.0**	**1,291.8**	**1,613.3**	**2,245.5**
증가율(%YoY)		*74.8*	*-68.7*	*517.0*	*113.4*	*17.1*	*102.3*	*40.6*	*23.1*	*24.9*	*39.2*
플릭사비(렌플렉시스)		26.4	10.0			16.0	83.7	156.2	223.2	290.2	312.5
온트루잔트						13.0	102.0	204.0	224.4	244.8	265.2
베네팔리(에티코보)		50.0	13.9	28.0	184.0	275.0	326.4	367.2	408.0	416.2	424.3
임랄디							163.8	252.0	268.8	302.4	672.0
아바스틴 바이오시밀러								19.6	98.0	245.0	392.0
루센티스 바이오시밀러									19.4	64.8	129.5
마일스톤 및 기타				119.7	127.7	50.1	70.0	50.0	50.0	50.0	50.0
영업비용	126.1	101.5	185.0	246.5	418.3	471.5	646.7	842.1	975.5	1,137.6	1,430.7
영업비용률(%)	288.4%	132.9%	774.0%	167.1%	132.9%	127.9%	86.7%	80.3%	75.5%	70.5%	63.7%
영업이익	**-82.4**	**-25.1**	**-161.1**	**-99.0**	**-103.5**	**-102.7**	**99.2**	**207.0**	**316.3**	**475.7**	**814.8**
증가율(%YoY)		*적자지속*	*적자지속*	*적자지속*	*적자지속*	*적자지속*	*흑자전환*	*108.5*	*52.8*	*50.4*	*71.3*
영업이익률(%)	-188.4%	-32.9%	-674.0%	-67.1%	-32.9%	-27.9%	13.3%	19.7%	24.5%	29.5%	36.3%
영업외손익	4.1	1.6	(5.5)	(7.5)	15.2	47.9	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
세전이익	(78.2)	(23.5)	(166.6)	(106.5)	(88.3)	(54.9)	79.2	187.0	296.3	455.7	794.8
법인세			0.0	0.0	0.0	0.1			53.3	82.0	143.1
법인세율(%)			0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%			18.0%	18.0%	18.0%
순이익	**-78.2**	**-23.5**	**-166.6**	**-106.5**	**-88.3**	**-55.0**	**79.2**	**187.0**	**243.0**	**373.7**	**651.8**

자료: 유진투자증권

삼성바이오로직스(207940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**621.0**	**1,577.7**	**1,336.7**	**1,344.7**	**1,394.8**
현금및 현금성자산	358.1	17.6	210.1	112.9	52.0
단기금융상품	0.0	1,090.7	657.1	683.8	711.6
매출채권	25.0	117.8	125.6	147.9	171.6
재고자산	210.0	302.4	313.9	369.8	429.0
기타	27.9	29.7	30.0	30.3	30.6
비유동자산	**6,562.1**	**4,402.7**	**4,394.9**	**4,581.4**	**4,841.2**
투자자산	5,029.8	2,587.9	2,652.1	2,759.7	2,871.8
유형자산	1,513.3	1,717.7	1,720.2	1,798.7	1,946.2
무형자산	19.0	20.0	22.6	22.9	23.2
자산총계	**7,183.1**	**5,980.4**	**5,731.5**	**5,926.0**	**6,236.0**
유동부채	**2,287.4**	**710.5**	**717.8**	**715.7**	**701.8**
매입채무	129.5	120.6	75.2	88.6	102.8
단기차입금	2,072.2	386.6	463.8	446.4	416.5
기타유동부채	85.2	177.1	178.9	180.7	182.5
비유동성부채	**919.2**	**1,114.4**	**827.1**	**850.7**	**875.1**
장기금융부채	407.2	486.3	247.6	247.6	247.6
기타	512.0	551.8	579.5	603.0	627.5
부채총계	**3,206.6**	**1,824.9**	**1,545.0**	**1,566.4**	**1,576.9**
자본금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
자본잉여금	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-4.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
이익잉여금	1,327.7	1,509.7	1,540.8	1,713.9	2,013.3
자본총계	**3,976.5**	**4,155.5**	**4,186.6**	**4,359.7**	**4,659.1**
순차입금	**2,121.4**	**-235.4**	**-155.9**	**-102.6**	**-99.5**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**464.6**	**535.8**	**579.2**	**804.9**	**1,043.9**
매출원가	332.8	390.6	453.5	531.3	657.7
매출총이익	**131.8**	**145.2**	**125.7**	**273.7**	**386.3**
판매 및 일반관리비	65.8	89.5	105.0	118.0	123.0
영업이익	**66.0**	**55.7**	**20.7**	**155.7**	**263.3**
영업외손익	**-182.0**	**247.3**	**13.6**	**50.8**	**93.2**
이자수익	9.9	9.7	15.6	7.1	9.2
이자비용	5.7	15.8	24.0	14.1	13.6
외환손익	1.7	1.0	0.8	0.0	0.0
지분법평가손익	-129.6	259.9	19.6	54.8	97.2
자산처분손익	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	-58.3	-7.1	1.7	3.0	0.3
세전계속사업손익	**-116.0**	**303.0**	**34.3**	**206.5**	**356.5**
계속사업법인세비용	-19.0	78.9	3.2	33.4	57.0
계속사업이익	-97.0	224.1	31.1	173.1	299.4
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-97.0**	**224.1**	**31.1**	**173.1**	**299.4**
(포괄손익)	-101.0	217.1	24.1	166.1	292.4
EBITDA	135.9	147.1	151.8	285.7	384.1
매출총이익률	28.4	27.1	21.7	34.0	37.0
EBITDA마진율(%)	29.3	27.5	26.2	35.5	36.8
영업이익률(%)	14.2	10.4	3.6	19.3	25.2
세전계속사업이익률(%)	-25.0	56.5	5.9	25.7	34.1
ROA(%)	-1.3	3.4	0.5	3.0	4.9
ROE(%)	-2.4	5.5	0.7	4.1	6.6
수정ROE*(%)	-2.5	5.3	0.6	3.9	6.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금	**149.8**	**-32.4**	**167.5**	**208.5**	**280.3**
당기순이익	-97.0	224.1	31.1	173.1	299.4
비현금수익비용가감	231.5	-51.5	127.1	98.8	48.1
유형자산감가상각비	64.2	85.5	124.4	122.7	113.4
무형자산상각비	5.7	5.9	6.6	7.3	7.4
기타현금수익비용	119.6	-256.5	-3.9	-31.3	-72.7
영업활동 자산부채변동	21.8	-189.0	57.3	-63.4	-67.2
매출채권 감소(증가)	47.8	-94.5	-8.0	-22.4	-23.7
재고자산 감소(증가)	-43.7	-90.4	-13.6	-55.9	-59.2
매입채무 증가(감소)	13.2	-13.3	-11.4	13.4	14.2
기타자산,부채변동	4.5	9.3	90.3	1.5	1.5
투자활동 현금	**265.2**	**-632.0**	**200.4**	**-288.5**	**-311.2**
유형자산처분(취득)	-494.1	-278.6	-172.8	-201.2	-261.0
무형자산감소(증가)	-10.7	-5.8	-9.4	-7.6	-7.6
투자자산감소(증가)	970.0	-1,090.6	422.1	-77.9	-40.9
기타투자활동	-200.0	743.1	-39.6	-1.7	-1.7
재무활동 현금	**-287.2**	**323.9**	**-175.4**	**-17.3**	**-29.9**
차입금의 증가(감소)	-287.2	323.9	-175.4	-17.3	-29.9
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**127.8**	**-340.5**	**192.5**	**-97.2**	**-60.9**
기초현금	230.3	358.1	17.6	210.1	112.9
기말현금	358.1	17.6	210.1	112.9	52.0

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
투자지표					
PER(배)	-	114.1	829.8	149.1	86.2
수정 PER(배)	-	117.8	1,069.8	155.3	88.2
PBR(배)	6.2	6.2	6.2	5.9	5.5
배당수익율(%)	0.0	0.0	-	-	-
EV/ EBITDA(배)	196.2	172.2	169.0	90.0	66.9
성장성(%,YOY)					
매출액	57.7	15.3	8.1	39.0	29.7
영업이익	흑전	-15.6	-62.8	652.1	69.1
세전계속사업손익	적지	흑전	-88.7	501.5	72.6
포괄손익	적지	흑전	-88.9	588.7	76.0
EPS	적지	흑전	-86.1	456.7	73.0
안정성(배,%)					
유동비율	27.1	222.0	186.2	187.9	198.8
부채비율	80.6	43.9	36.9	35.9	33.8
이자보상배율	11.6	3.5	0.9	11.1	19.4
순차입금/자기자본	0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
주당지표(원)					
EPS	-1,466	3,387	470	2,616	4,525
수정EPS	-	3,282	365	2,511	4,420
BPS	60,099	62,805	63,275	65,891	70,416
EBITDA/Share	2,054	2,224	2,294	4,318	5,805
CFPS	2,033	2,608	2,391	4,109	5,253
DPS	-	-	-	-	-

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

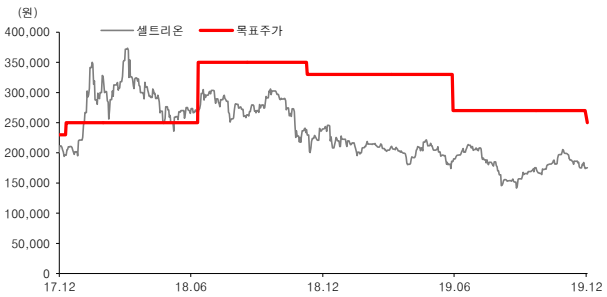
종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(적극매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	0%

(2019.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-12-18	Buy	250,000	1년	17.3	52.4
2018-06-18	Buy	350,000	1년	-21.8	-12.6
2018-11-12	Buy	330,000	1년	-35.7	-25.6
2018-12-03	Buy	330,000	1년	-36.3	-25.6
2019-05-09	Buy	330,000	1년	-42.9	-38.9
2019-05-31	Buy	270,000	1년	-32.9	-20.7
2019-06-17	Buy	270,000	1년	-33.5	-20.7
2019-07-22	Buy	270,000	1년	-35.5	-23.9
2019-10-04	Buy	270,000	1년	-30.5	-23.9
2019-11-07	Buy	270,000	1년	-32.5	-30.4
2019-12-03	Buy	250,000	1년		

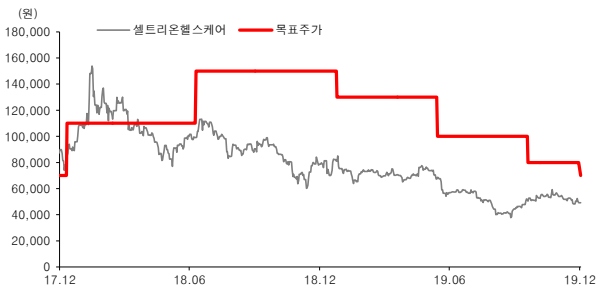
셀트리온(068270.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-12-18	Buy	110,000	1년	-0.8	42.5
2018-06-18	Buy	150,000	1년	-42.1	-25.6
2018-12-28	Buy	130,000	1년	-45.2	-40.3
2019-02-25	Buy	130,000	1년	-45.3	-40.3
2019-05-16	Buy	100,000	1년	-48.9	-32.4
2019-09-20	Buy	80,000	1년	-33.6	-26.0
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.3	-26.0
2019-12-03	Buy	70,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-12-03	Buy(신규)	480,000	1년		

삼성바이오로직스(207940.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 한병화

