바이오

펀더멘탈로 회귀하는 바이오투자

바이오

2020. 01.28



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

노태민
02)368-6125
taam@eugenefn.com



Overweight(유지)

Recommendations

담당 애널리스트: 한병화

- ✓ 셀트리온헬스케어(091990.KQ, BUY)
- ✓ 셀트리온(068270.KS, BUY)
- ✓ 삼성바이오로직스(207940.KS, BUY)
- ✓ 삼성물산(028260.KS, BUY)

▪ 잇따른 임상실패에 바이오 투자자들 관심 펀더멘탈로 이동

글로벌 빅파마에 라이선스 아웃한 신약부터 자체개발 중인 약들까지 임상데이타들이 기준선을 넘기지 못하면서 국내 바이오업체들의 위상이 하락하고 있다. 자금력과 기술력이 부족한 국내업체들이 단기간에 성과를 이루기 쉽지 않음에도 시장에서의 기대가 지나치게 컸다고 판단된다. 실패에도 불구하고 대부분의 바이오업체들이 혁신신약을 상업화하기 위해 노력할 것이고 언젠가는 좋은 결과들이 연속적으로 나올 것이다. 하지만 투자는 현실이다. 따라서 당분간은 신약중심의 바이오업체들 보다 실적이 급성장하는 바이오시밀러/CMO 관련업체들을 주목해야 한다.

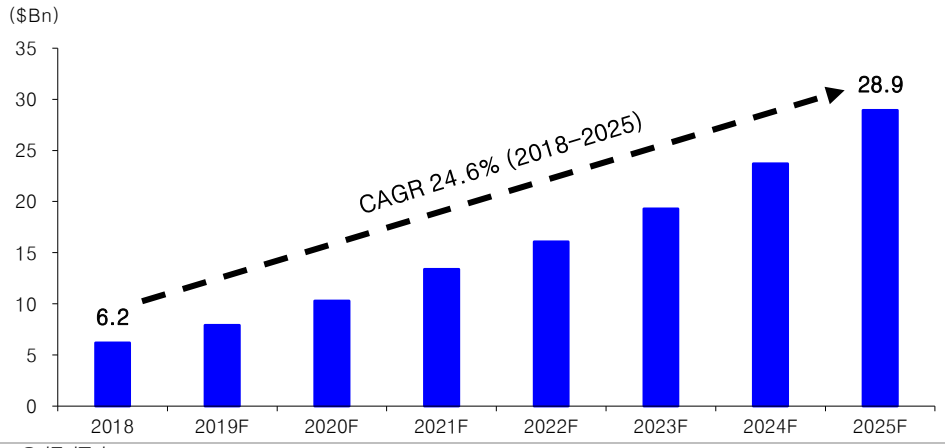
▪ K-바이오의 중심은 바이오시밀러/CMO, 실적 급성장 구간 진입

셀트리온과 삼성바이오는 글로벌 바이오시밀러/CMO 시장의 선두주자들이다. 신약이 가지는 독점성은 없으나 상업화의 가시성이 탁월하고, 향후 10년내에 약 100조원의 잠재시장이 열린다는 측면에서 바이오시밀러 시장의 매력도는 더 높다고 판단된다. 낮은 가격으로 처방수요의 저변을 확대한다는 차원에서 바이오시밀러 시장의 성장은 CMO 수요 확대에 기여한다. 두 분야 모두에서 글로벌 선두권에 있는 셀트리온과 삼성바이오로직스의 투자 매력도가 높을 수 밖에 없다. 특히 2020년부터 두 업체 모두 실적의 급성장기에 진입한다.

▪ 셀트리온헬스케어 192%, 삼성바이오로직스 87% 영업이익 증가 예상

셀트리온헬스케어는 2020년 매출과 영업이익이 각각 1.7조원, 2,042억원으로 전년대비 **54%, 192% 증가**할 것으로 예상된다. 미국향 트룩시마의 판매가 시작부터 호조를 보이고 있고, 허쥬마도 미국 판매시작 이외에 브라질, 일본 등에서 약진이 이루어질 것으로 판단된다. 램시마SC의 유럽 판매가 3월 독일 입찰부터 시작되고, 램시마의 미국 판매도 전년대비 두 배 이상 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 **셀트리온**의 약품 생산도 큰 폭으로 증가해 매출과 영업이익이 각각 **43%, 49% 증가**할 것으로 추정된다. **삼성바이오로직스**도 2020년 매출액과 영업이익이 각각 8,609억원, 1,711억원으로 **23%, 87% 증가**할 것으로 예상된다. CMO 계약업체들의 최종 판매승인이 지난해 급증했고, 자회사 바이오에피스향 바이오시밀러 제조 수요증가도 커지고 있다. 이에 따라 올 해 1,2공장은 풀가동에 진입하고, 3공장의 가동률도 전년대비 두 배로 상승할 것으로 보인다. 자회사 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 매출도 올 해 1조원을 달성해 전년 대비 38% 성장할 것으로 추정된다. 삼성바이오로직스를 연결자회사로 보유한 삼성물산도 바이오발 실적 개선기에 진입했다.

도표 1 바이오시밀러 시장 전망



자료: 유진투자증권

도표 2 2018 년 기준 상위 15 개 바이오의약품들 10 년내 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

도표 3 셀트리온헬스케어 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	932.1	1,371.6	1,711.6	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	83.9%	80.3%	78.5%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	179.2	336.1	468.8	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	109.1	131.8	151.9	175.6	203.7
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**70.0**	**204.2**	**316.9**	**459.6**	**627.0**
영업이익률	16.7%	-3.5%	6.3%	12.0%	14.5%	16.6%	18.1%
%YoY	*-1.1%*	*-116.4%*	*흑자전환*	*191.6%*	*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	88.3	215.6	328.9	471.6	638.0
법인세비용	48.7	13.0	37.4	49.6	75.7	108.5	146.7
법인세율	23.6%	53.4%	42.3%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**50.9**	**166.0**	**253.3**	**363.1**	**491.3**
EPS			354	1,154	1,760	2,523	3,414
목표주가 기준 PER			**197.8**	**60.7**	**39.8**	**27.7**	**20.5**

자료: 유진투자증권

도표 4 셀트리온 연간실적 추정(연결기준)

(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 5 삼성바이오로직스 연간 실적전망

(단위: 십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**17.1**	**105.1**	**91.3**	**294.6**	**464.6**	**535.8**	**701.6**	**860.9**	**1,107.9**	**1,336.3**	**1,376.4**
증가율(%YoY)		*514.2*	*-13.2*	*222.8*	*57.7*	*15.3*	*30.9*	*22.7*	*28.7*	*20.6*	*3.0*
1공장				235.8	223.0	136.0	140.4	194.7	143.2	177.0	182.3
2공장				58.8	241.6	399.7	498.2	504.0	519.1	623.8	642.5
3공장							63.0	162.2	445.6	535.4	551.5
매출비중(%)											
1공장				80.0	48.0	25.4	20.0	22.6	12.9	13.2	13.2
2공장				20.0	52.0	74.6	71.0	58.5	46.9	46.7	46.7
3공장							9.0	18.8	40.2	40.1	40.1
매출원가	54.4	124.9	114.8	268.1	332.8	390.6	509.5	576.8	698.0	815.1	812.0
매출원가율(%)	317.8%	118.8%	125.8%	91.0%	71.6%	72.9%	72.6%	67.0%	63.0%	61.0%	59.0%
판관비	116.8	99.8	180.1	57.0	65.8	89.5	100.4	113.0	123.0	134.0	145.0
판관비율(%)	682.3%	94.9%	197.3%	19.3%	14.2%	16.7%	14.3%	13.1%	11.1%	10.0%	10.5%
영업이익	**-154.1**	**-119.5**	**-203.6**	**-30.4**	**66.0**	**55.7**	**91.7**	**171.1**	**286.9**	**387.1**	**419.3**
증가율(%YoY)		*적자지속*	*적자지속*	*적자지속*	*흑자전환*	*-15.6*	*64.7*	*86.5*	*67.7*	*34.9*	*8.3*
영업이익률(%)	-900.1%	-113.7%	-223.1%	-10.3%	14.2%	10.4%	13.1%	19.9%	25.9%	29.0%	30.5%
영업외손익	5.6	19.9	2,691.7	(200.5)	(182.0)	247.3	63.7	89.5	117.5	181.8	320.9
세전이익	(148.5)	(99.7)	2,488.1	(230.9)	(116.0)	303.0	155.4	260.6	404.4	569.0	740.2
법인세			583.1	(54.1)	(19.0)	78.9	(47.5)	36.8	62.2	84.1	91.1
법인세율(%)			23.4%	23.4%	16.4%	26.0%	-30.5%	14.1%	15.4%	14.8%	12.3%
순이익	**-148.5**	**-99.7**	**1,904.9**	**-176.8**	**-97.0**	**224.1**	**202.9**	**223.8**	**342.2**	**484.9**	**649.0**

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

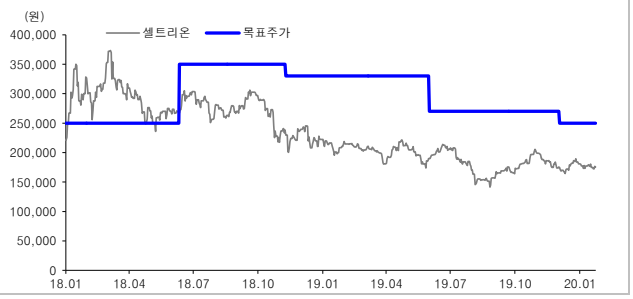
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
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	-30.6	-23.9
2019-11-07	Buy	270,000	1년	-32.6	-30.4
2019-12-03	Buy	250,000	1년	-27.8	-22.9
2020-01-28	Buy	250,000	1년		

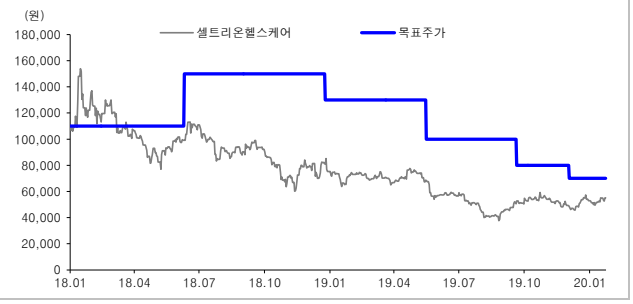
셀트리온(068270.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
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	-33.7	-26.0
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.4	-26.0
2019-12-03	Buy	70,000	1년	-24.6	-17.2
2020-01-17	Buy	70,000	1년	-22.8	-21.1
2020-01-28	Buy	70,000	1년		

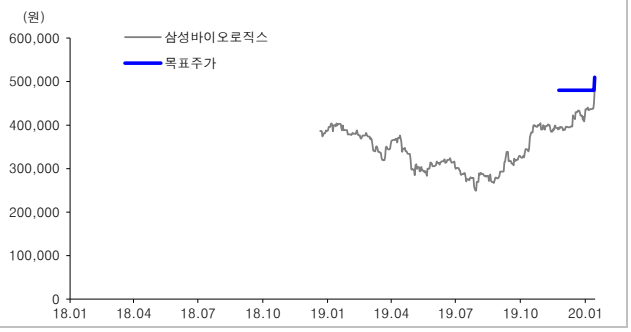
셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 한병화



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-12-03	Buy	480,000	1년	-13.6	-5.8
2020-01-23	Buy	510,000	1년	-	-
2020-01-28	Buy	510,000	1년		

삼성바이오로직스(207940.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
2018-02-02	Buy	201,000	1년	-36.0	-28.4
2018-04-26	Buy	201,000	1년	-38.7	-30.1
2018-07-26	Buy	175,000	1년	-29.8	-25.1
2018-10-25	Buy	167,000	1년	-34.3	-28.1
2019-01-24	Buy	167,000	1년	-32.6	-28.1
2019-04-25	Buy	159,000	1년	-38.4	-34.9
2019-05-31	Buy	142,000	1년	-32.2	-17.6
2019-07-25	Buy	142,000	1년	-31.6	-17.6
2019-10-24	Buy	142,000	1년	-26.7	-17.6
2020-01-23	Buy	142,000	1년	-	-
2020-01-28	Buy	142,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트: 한병화

