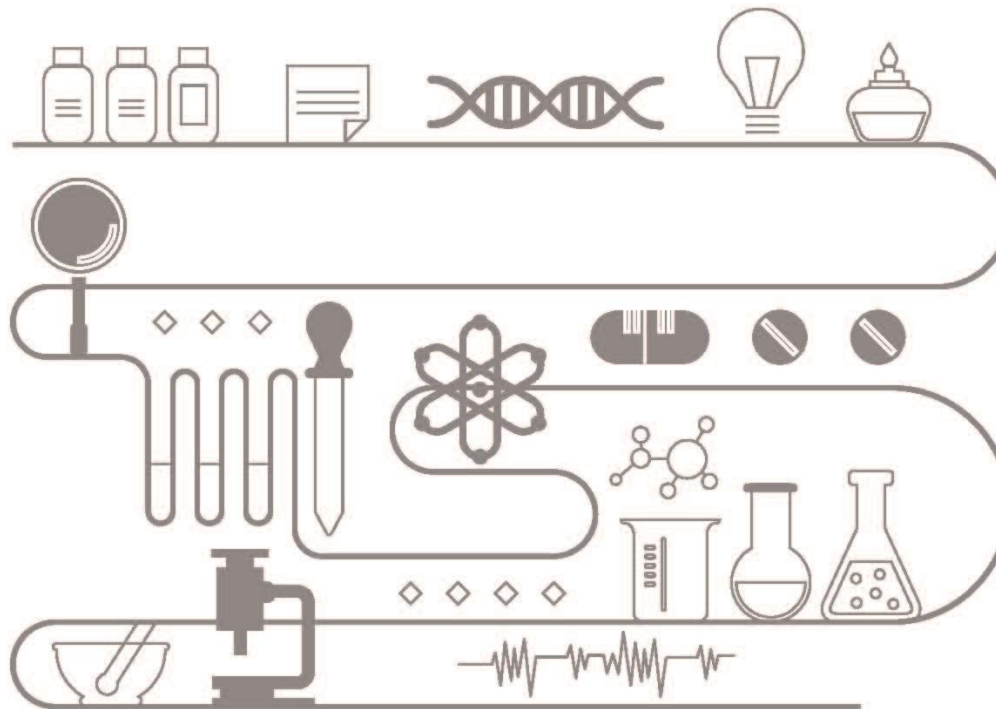


# 제약바이오

제약바이오 섹터 투자해야 하는가?



Analyst  
강양구

02-3787-2132  
Ykang@hmcib.com

# • Table of contents

산업 투자의견: Overweight

## 1. 고성장이 지속되는 제약/바이오 산업

- 바이오의약품 산업 규모 및 특징
- 북미 헬스케어 투자관련

## 2. 고평가 논란이 지속되는 산업, 하지만 급격한 조정도 없다

- 글로벌 헬스케어 Index
- 금리와 제약바이오 Multiple 추이 비교

## 3. 고가 의약품 성장이 지속될 시 성장은 계속될 것: 선택적 투자

- 글로벌 처방의약품 추이
- 치료법별 & Blockbuster 의약품 추이
- 글로벌제약사 Peer Group Table

## 4. 종목 관련

- 삼성바이오로직스
- 셀트리온 및 셀트리온헬스케어



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

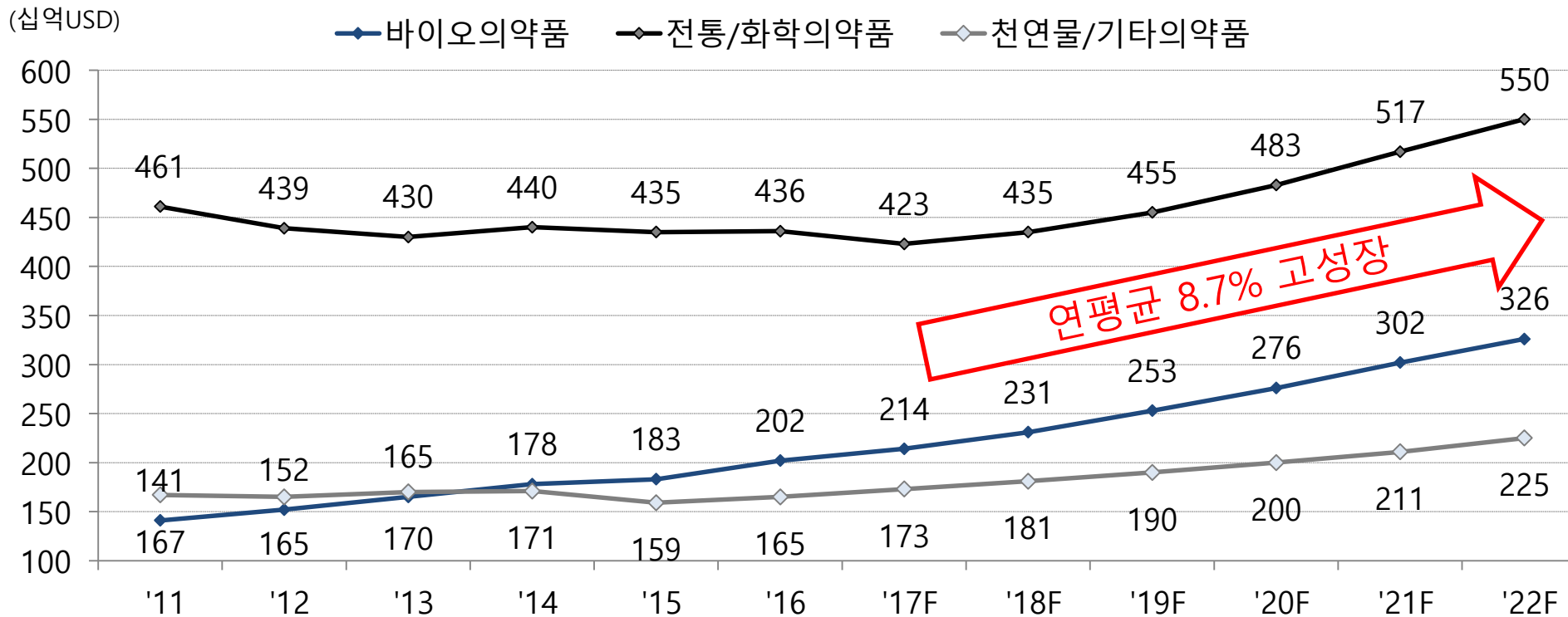


GLOBALITY

## 1-1. 바이오의약품 산업 규모 및 특징

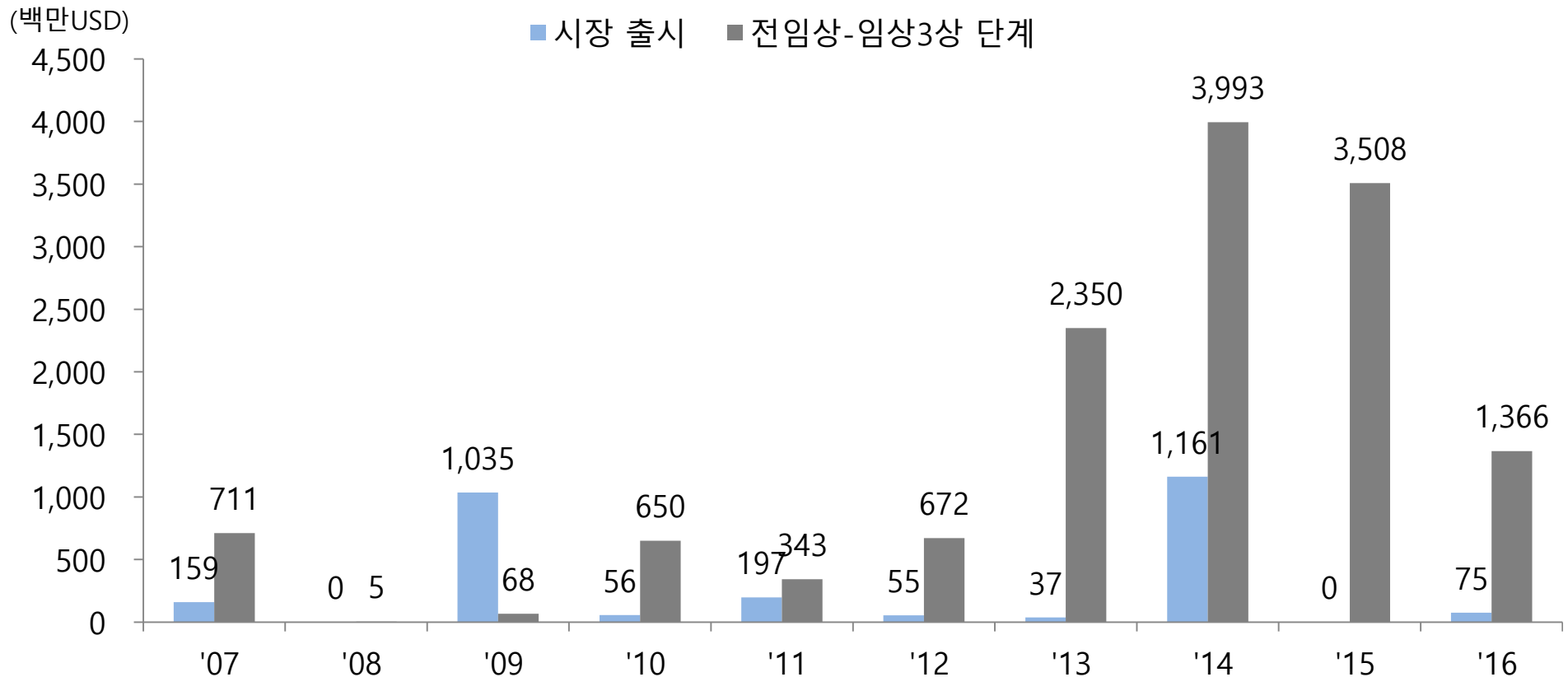
- 화학의약품 대비 높은 성장이 예상되는 바이오의약품 시장: '17년 기준 의약품 시장 **(약 915조원)** 에서 바이오가 차지하는 비중은 26%. '22년에는 30%+ 확대.
- "IMS헬스케어": **연평균 8.7%성장**하며 화학의약품 5.3% 대비 높은 성장 전망.
- 주력 바이오약품 특허만료와 세계적 의료보험 재정 부담 주요 성장 원인.

<세계 의약품 시장 규모 전망 (바이오의약품 vs. 전통/화학 의약품)>



## 1-2. 북미 헬스케어 투자관련

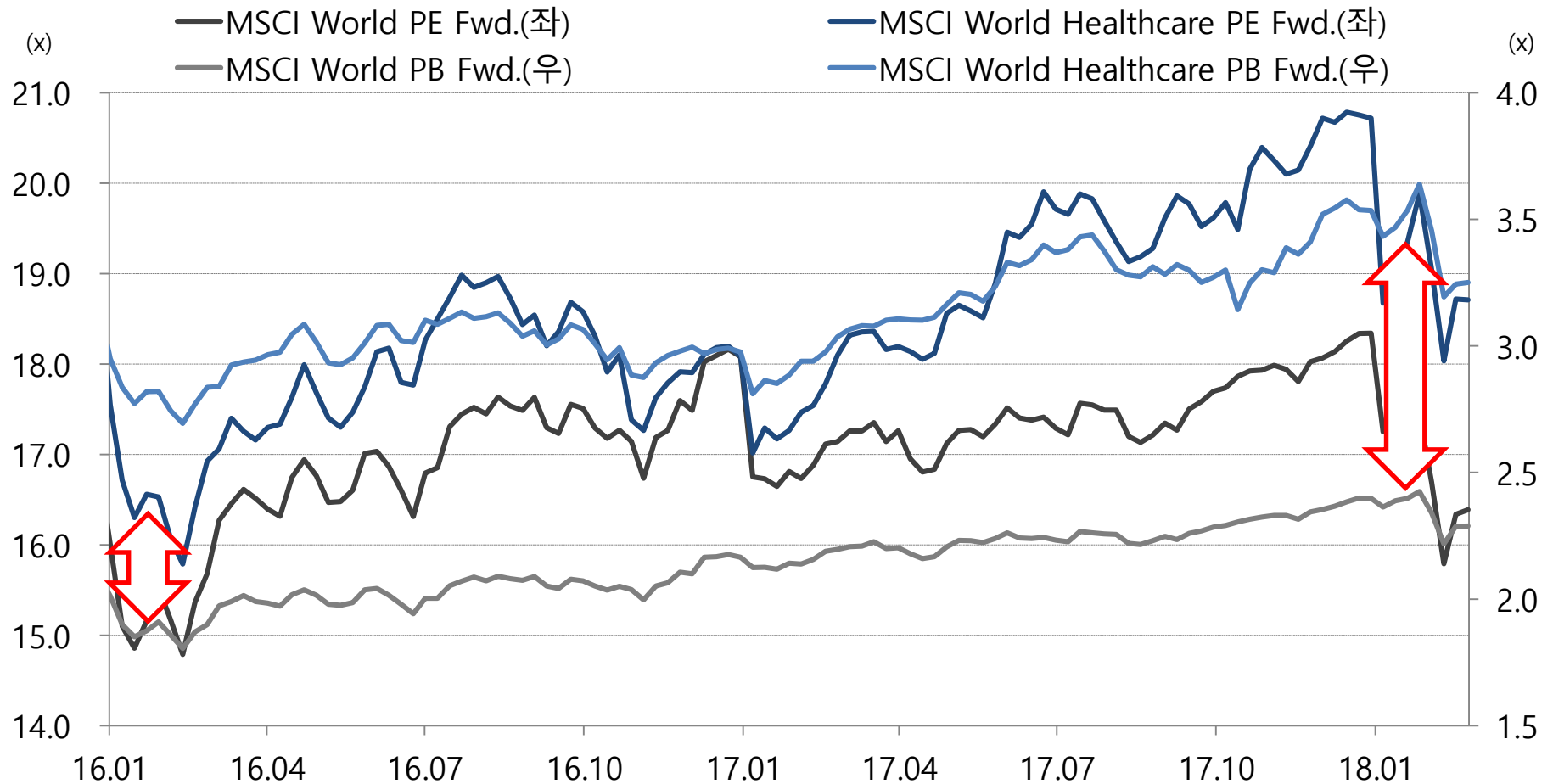
- 면역항암제/희귀의약품 처방 증가로 바이오시장 투자 지속적 증가 예상.
- '07년부터 '16년 사이 **10년간 미국 내 바이오의약품 투자액 약 133조원** 투자.
- 과거 의약품 출시 이후 투자가 높았지만 '13년 이후 임상초기단계에서 투자가 높아 지는 추세로 초기 파이프라인 매력도 증가 중 → **기술 수출 가능성 +**



## 2-1. 글로벌 헬스케어 Index

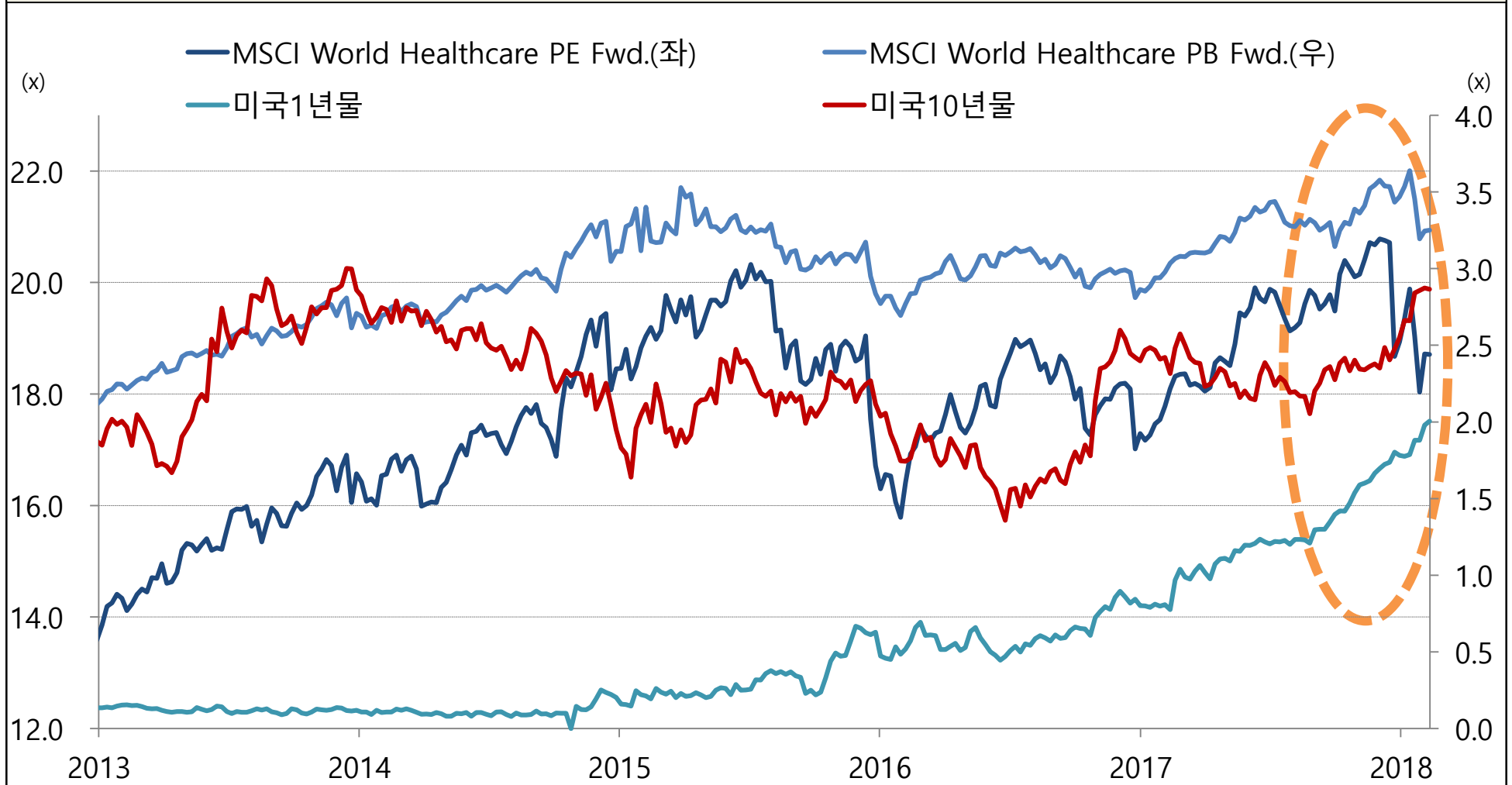
- 금리인상 가능성 부각되며 투자심리 둔화 추세. 세계 MSCI Healthcare지수 P/B Fwd. 기준 3.3배 거래 중으로 **여전히 기준 Index 대비 프리미엄 유지.**

<MSCI 세계 Healthcare P/E & P/B (Fwd.)>



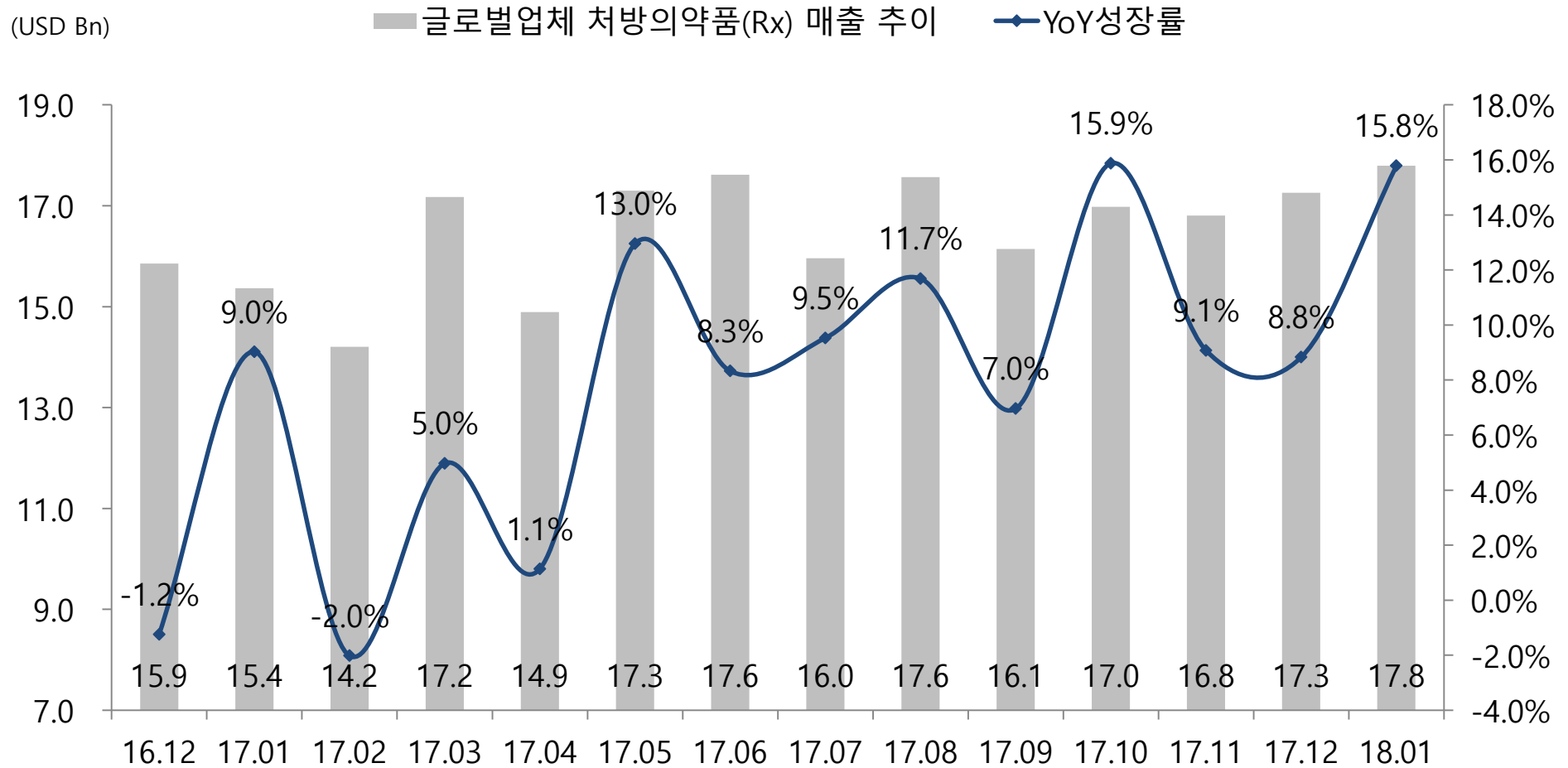
## 2-2. 금리와 제약바이오 Multiple 추이 비교

- 금리가 내려갈 때, Healthcare multiple Index (파란색 그래프) 상향.
- **금리가 낮을 때 위험자산 투자선호도 높아짐**에 따라 High risk & high return 가능성이 높은 제약/바이오 섹터 선호되는 것으로 판단.



### 3-1. 글로벌 처방의약품 추이

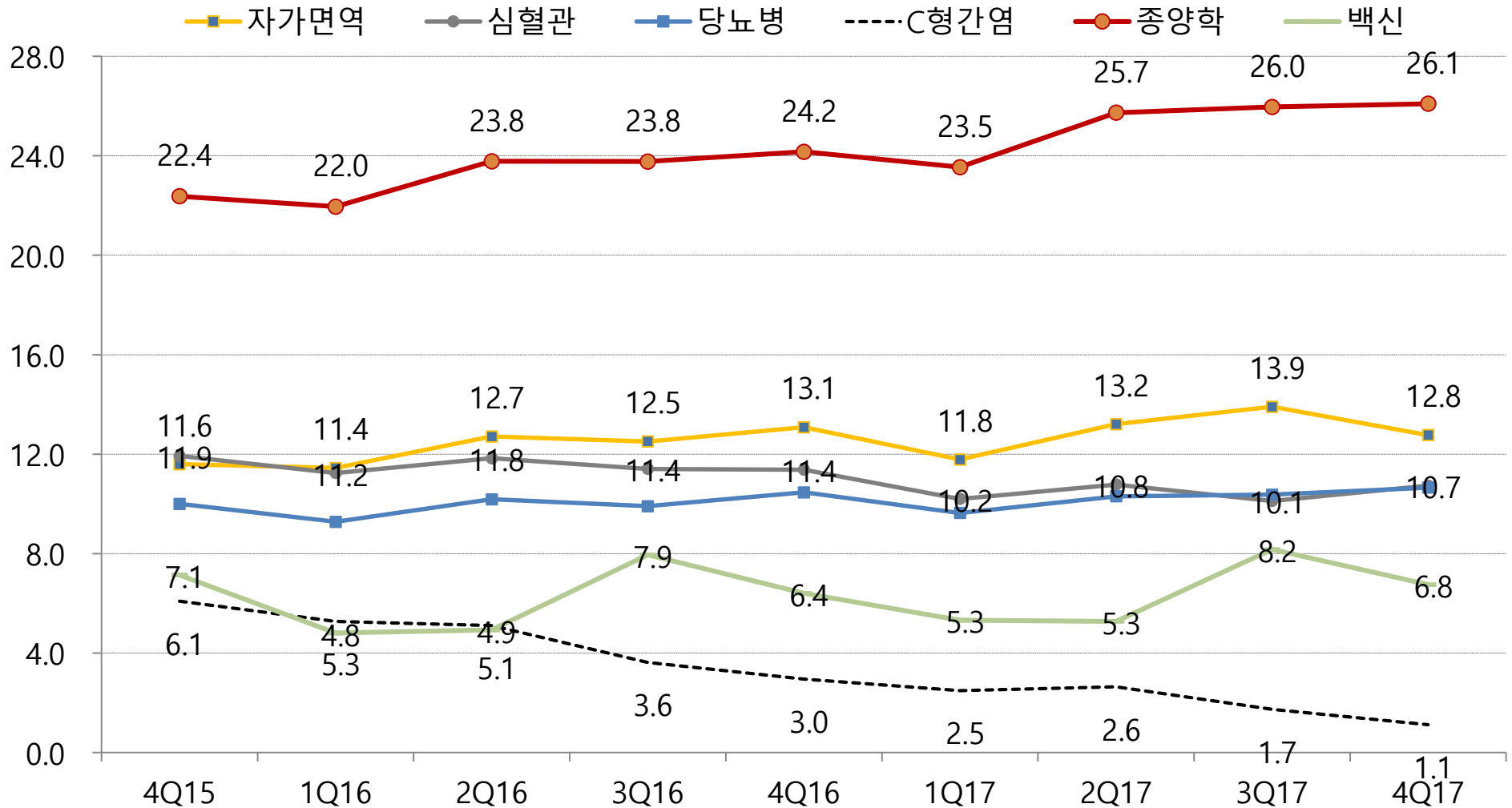
- 글로벌 대형제약사 1월 처방의약품 \$ 17.8bn 처방되며 **YoY 15.8% 고성장**.
- 백신 및 호흡기계 시장평균 5%대 성장 지속.
- 면역항암제, 희귀병치료제 등 고가 의약품 확보한 업체 Outperform.



## 3-2. 치료법별 의약품 추이

- 4Q17 치료법별로 **항암제**, 자가면역, 심혈관, 당뇨병 순으로 높은 처방액 유지.
- 전년동기 대비 항암제 8%로 가장 높은 성장.

(USD bn)

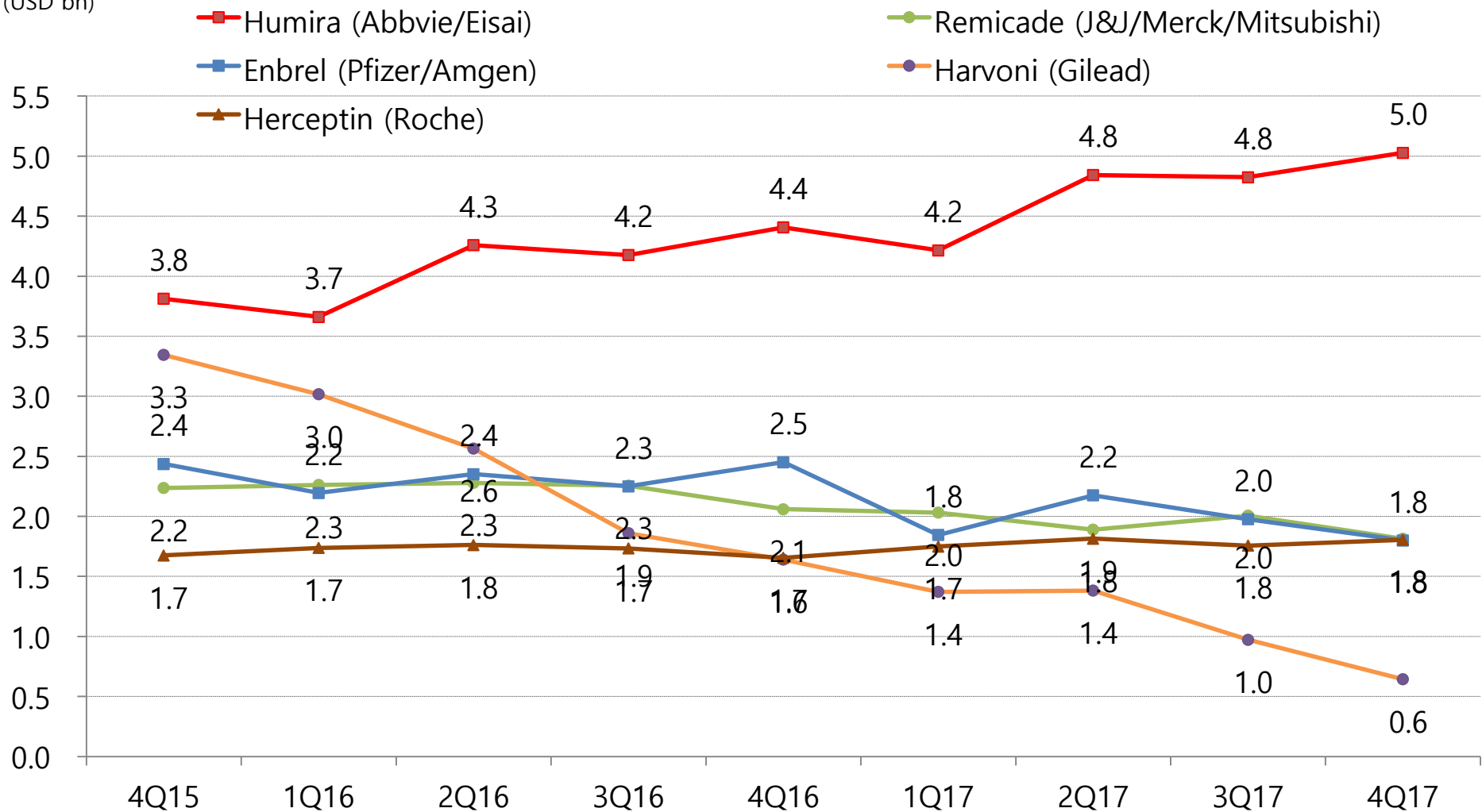




### 3-3. Blockbuster 의약품 추이

- 특허 만료가 되지 않은 고가 의약품 처방액 성장 지속.
- 바이오의약품 특허 만료 시 바이오시밀러 출시 이후 점차적으로 처방액 감소.

(USD bn)



### 3-4. 글로벌제약사 Peer Group Table

- 국내 제약바이오 업체 비교 시 글로벌 Peer P/E Multiple은 낮게 평가되지만, **P/B 나 PEG Multiple은 국내 업체와 유사한 Multiple에 거래**되고 있음.
- 성장 지속 시 높은 Multiple 유지 가능.

기업명	시가총액 (USD bn)	P/E Ratio (12개월Fwd.)	P/E Ratio (TTM)	P/B Ratio	PEG Ratio
<b>중간값</b>	<b>129.6</b>	<b>15.5</b>	<b>21.6</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>
<b>평균</b>	<b>154.2</b>	<b>15.2</b>	<b>23.1</b>	<b>8.4</b>	<b>2.4</b>
존슨앤드존슨	348.5	16.1	20.2	5.8	2.2
노바티스	219.2	15.6	25.5	2.6	2.5
화이자	216.1	12.3	17.2	3.1	1.9
로슈 홀딩	200.9	13.2	21.7	7.1	2.1
애브비	183.9	15.5	22.7	36.2	1.2
머크	146.2	13.0	15.4	4.3	2.0
노보 노디스크	129.6	19.7	20.5	15.5	3.7
브리스톨-마이어스 스퀵	108.1	20.3	20.8	9.2	2.2
사노피	99.4	11.8	21.6	1.5	3.2
바이엘	96.3	13.7	24.2	2.2	3.6
글락소 스미스클라인	89.1	12.3	41.8	1.5	2.7
일라이 릴리	84.4	15.8	20.6	7.3	1.5
아스트라제네카	83.2	18.7	27.7	5.6	2.9

# 삼성바이오로직스: 한국을 바이오 강국으로

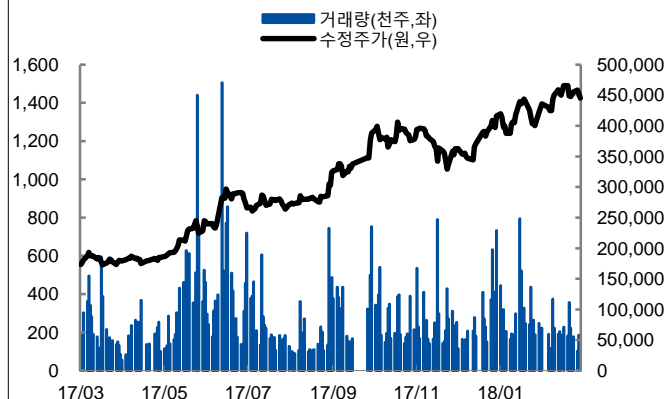
## Overview

보통주주가(원)	445,000
시가총액(억원)	294,434
상장주식수(천주)	66,165
액면가(원)	2,500
주요주주	삼성물산외 3인
외국인 비중	75.0%
52주 최고/최저가(원)	469,000 168,500
60일평균거래대금(억원)	1,049
베타(시장대비, 1Year)	1.56

변동율	상대주가	절대주가	KS
1W	-4.2%	-0.7%	3.5%
1M	-0.6%	2.1%	2.7%
3M	22.6%	23.3%	0.7%
12M	143.7%	160.2%	16.5%

2018F 업종 PER/PBR(배)	26.4	1.7
매출성장률(3년 CAGR, %)		88.8%
OP성장률(3년 CAGR, %)		N/A
EPS성장률(3년 CAGR, %)		N/A
배당수익률(전년 DPS대비)		
설립일	2011-04-22	
종업원수(명)	2,064	

## 주가 및 거래량



Source: 해당사 IR, DataGuide, 현대차투자증권

## 2공장도 BEP 달성, 앞으로는 좋아질 일만

BUY / TP 510,000원  
보고서 작성일: 2018. 02. 01

### 1) 투자포인트 및 결론

- 4Q17 실적: 1공장 풀가동(100%)과 2공장 가동률 상승(40%대 수준)에 따라 BEP 기록하며 시장추정치 106% 상회하는 어닝 서프라이즈 달성. 매출액 1,614억원 (QoQ 26.7%), 영업이익 231억원 기록.
- 전세계적으로 바이오의약품 CMO 수요 증가 중으로 (1) 단기적으로 2 공장 가동률 상승 (2) 중장기적으로 3공장 '19년 생산가동 모멘텀 확보 중으로 투자의견 BUY 유지. 상향된 영업이익률에 따라 '21년 순이익 기대치 상향하며 기존 목표주가 480,000원에서 510,000원으로 상향 조정.

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 4Q17 실적관련 및 2018년 전망: (1) 1공장 풀가동과 2공장 가동률 3분기와 유사한 수준으로 지속되며 양호한 실적 기록. (2) 2018년 중 3공장 인원 총원 (비용 약 500억원 증가 예상) 및 감가상각비용 150억 원 추가 될 전망. (3) 2018년 1공장 생산제품 2공장으로 이월되며 1공장은 다품종소량생산에 따라 Batch당 단가 증가 가능할 것으로 예상. 1공장 가동률 소폭 하락 가능하지만 2공장 가동률 연평균 60% 수준 유지될 전망.
- 3&4공장관련: (1) 3공장 연내 10월-11월 가동될 것으로 전망. (2) 4공장 증설 2020년 이후 예정으로 중 장기적으로 40만 리터 이상 확보 가능할 전망. 4Q17기준 1공장 100%, 2공장 40% 가동률로 OPM 30% 기록한 만큼 차후 공장 정상 가동 시 높은 이익률 유지와 50%이상 높은 외형성장 가능할 전망.
- 삼성바이오에피스관련: 연간 매출액 3150억원 (YoY 113.6%), 영업이익 -1039억원 (YoY -5.0%), 순이익 -879억원 (YoY 17.4%) 기록. 2018년도 역시 차기 SB제품 임상 진입 및 인력증가 (에피스인력 약 700명)에 따라 흑자 전환 제한적일 전망. 단, 엔브렐 바이오시밀러 SB4 연간 판매액 약 4000억원 수준으로 전년 대비 높은 성장 유지 중으로 영업이익 기준 흑전전환 가능할 것으로 예상.

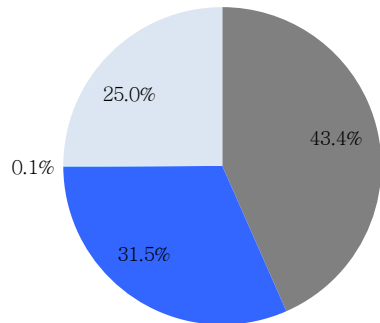
### 3) 주가전망 및 Valuation

- 제품 매출인식 변수 존재하지만 분기별 영업이익률 증가 추세로 장기적으로 영업이익률 개선 지속될 것으로 판단되며, 국내 외 CMO 수요 증가 모멘텀 유효하여 안정적인 주가흐름 지속될 것으로 전망.
- Valuation 변경사항: CMO 사업부 가치 2022년 예상 순이익 4,713억원에서 5,458억원으로 상향하며 영업가치 17조원에서 20조원으로 상향.

# 실적추정 및 Valuation 관련

## 지배구조

■ 삼성물산 ■ 삼성전자 ■ Quintiles ■ 기타 유통 주



## SOTP Valuation

〈표1〉 삼성바이오로직스 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
1. 영업가치		'22년 순이익	P/E multiple (TIM)	2022년 순이익의 현재가치 (연 4.7% 할인 적용, 2022년 예상 순이익 5,458억원, 지분법 이익 제외)
CMO 순이익	199,067	4,334	45.9	
2. 비영업가치	159,052			
파이프라인		할인 전 NAV	할인률	Biogen 콜옵션 행사 감안한 지분율 50% 적용,
SB2(렌플렉시스+플릭사비)	25,427	4,753	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB3(허셉틴 B/S)	30,522	5,705	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB4(메네팔라+브렌시스)	31,349	5,860	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB5(임달디)	48,397	9,046	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB8(아바스틴 B/S)	8,468	2,473	32.0%	임상3 상 성공률(64%), 환율 1,130 원 적용
SB9(루수두나)	14,888	2,783	50.0%	환율 1,070 원 적용
3. 순차입금	20,673			
4. 주주가치 (1+2-3)	337,446			
5. 전체 주식수 (천주)	66,165			
6. 목표주가 (원) (4/5)	510,006			

자료: 현대차투자증권

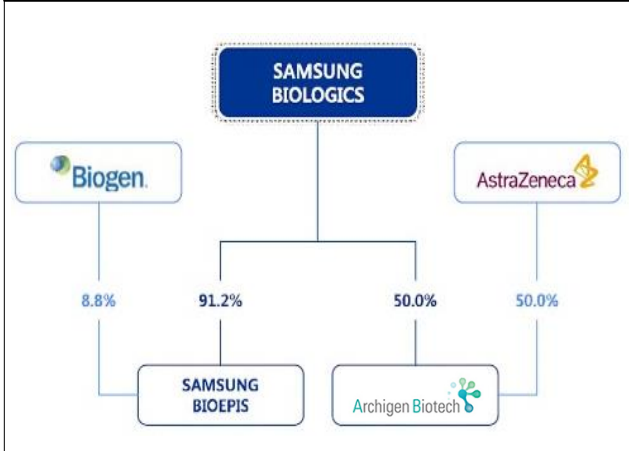
〈표2〉 삼성바이오로직스 분기 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017P	2018F	2019F
매출액	1,076	632	1,275	1,614	1,617	1,665	1,714	1,871	4,598	6,867	9,973
제품	866	463	1,103	1,346	1,370	1,411	1,453	1,586	3,779	5,820	8,452
서비스	210	169	172	268	247	254	262	285	819	1,048	1,521
영업이익	34	-85	205	476	404	375	389	481	630	1,649	2,399
세전이익	-398	-291	-380	-120	219	220	264	389	-1,189	1,093	2,460
순이익	-331	-221	-317	-123	173	174	209	307	-991	863	1,943
영업이익률	3.2%	-13.4%	16.1%	29.5%	25.0%	2.5%	22.7%	25.7%	13.7%	24.0%	24.1%
세전이익률	-37.0%	-46.0%	-29.8%	-7.4%	13.5%	13.2%	15.4%	20.8%	-25.9%	15.9%	24.7%
순이익률	-30.7%	-35.0%	-24.9%	-7.6%	10.7%	10.5%	12.2%	16.4%	-21.6%	12.6%	19.5%

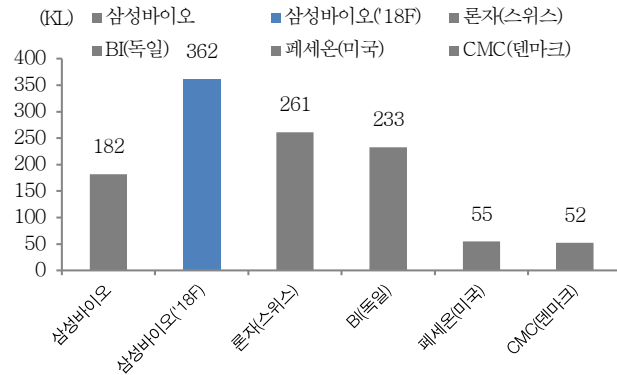
자료: 현대차투자증권

## 자회사 현황

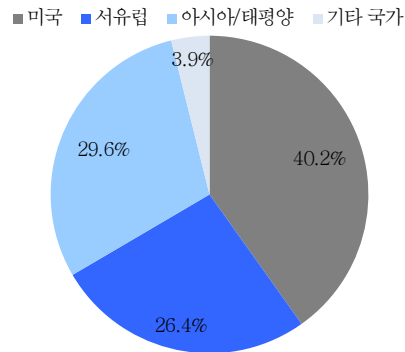


# 실적추정 및 Valuation 관련

## 업체별 CMO 생산능력 ('17년 기준)



## 바이오의약품 시장 비중 ('17년 기준)



## 실적 추정

〈표〉 삼성바이오로직스 CMO 제품 연간 매출 추정 (서비스매출제외)

(단위: 백만원, 배치, %)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>매출</b>	388,427	545,939	890,785	1,147,678	1,383,973	1,565,767
Plant 1	179,603	205,238	221,810	238,776	248,471	258,560
Plant 2	208,824	304,702	428,607	505,143	525,654	579,174
Plant 3	-	36,000	240,368	403,759	609,847	728,033
<b>가동률 (%)</b>						
Plant 1	81%	85%	87%	90%	90%	90%
Plant 2	42%	56%	75%	85%	85%	90%
Plant 3	0%	5%	33%	53%	76%	88%
<b>생산 Batch Capa</b>						
Plant 1	100	100	100	100	100	100
Plant 2	160	160	160	160	160	160
Plant 3	-	200	200	200	200	200
<b>생산 Batch ASP</b>						
Plant 1	558	604	637	663	690	718
Plant 2	781	845	892	929	966	1,006
Plant 3	-	225	923	960	999	1,040

자료: 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

〈표〉 플랜트 개요

	1공장	2공장	3공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5,000Lx6기)	152,000L (15,000Lx10기, 1,000Lx2기)	180,000L (15,000Lx12기)
공사 기간	25 개월	29 개월	35 개월
공사 비용 (투자액)	3,500 억원 (3 억불)	7,000 억원 (6.5 억불)	8,500 억원 (7.4 억불)
현황	상업생산	상업생산 준비 중	건설 중
착공일자	2011 년 5 월	2013 년 9 월	2015 년 10 월
완공일자	2013 년 1 월	2016 년 2 월	2018 년 4Q 예정

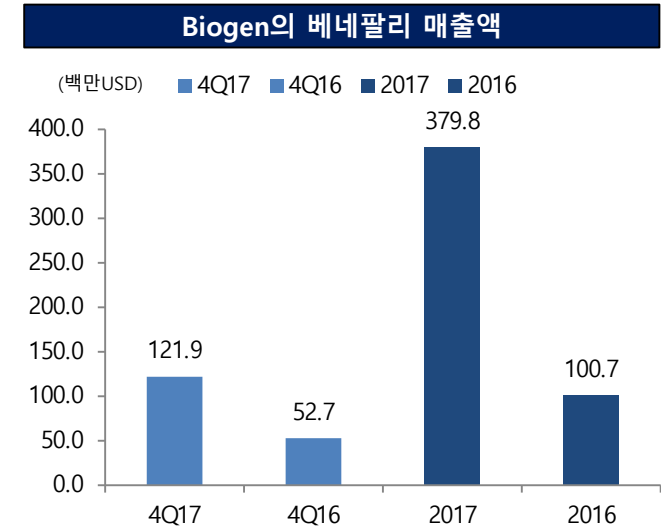
자료: 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

# 기타 그래프 (파이프라인 및 시장 규모관련)

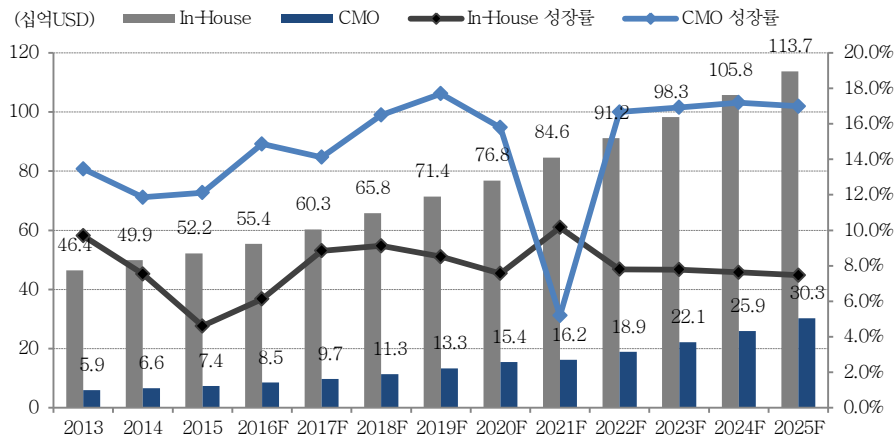
- SB3 (ref. Herceptin) : 유럽 EMA 제품 판매 승인 (11월)
- SB3 (ref. Herceptin) : 미국 FDA Filing Accepted (12월)

SAMSUNG BIOEPIS							Archigen Biotech
	SB4	SB2	SB5	SB3	SB9	SB8	SAIT101
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Insulin Glargine	Bevacizumab	Rituximab
허가단계	유 럽 (2016년 1월) 호 주 (2016년 7월) 캐나다 (2016년 8월)	유 럽 (2016년 5월) 호 주 (2016년 11월) 미 국 (2017년 4월)	유 럽 (2016년 8월)	유 럽 (2017년 11월) 미 국 (2017년 12월) Filing Accepted	유 럽 (2017년 1월) 미 국 (2017년 7월)	임상 3상	임상 1/3상
허가순위	#1	#2	Tied #1	#1	#2	-	-
시장규모 <sup>(1)</sup>	92억불	81억불	165억불	69억불	63억불	69억불	74억불

(1) 2016 Worldwide Revenue (2) Tentative approval



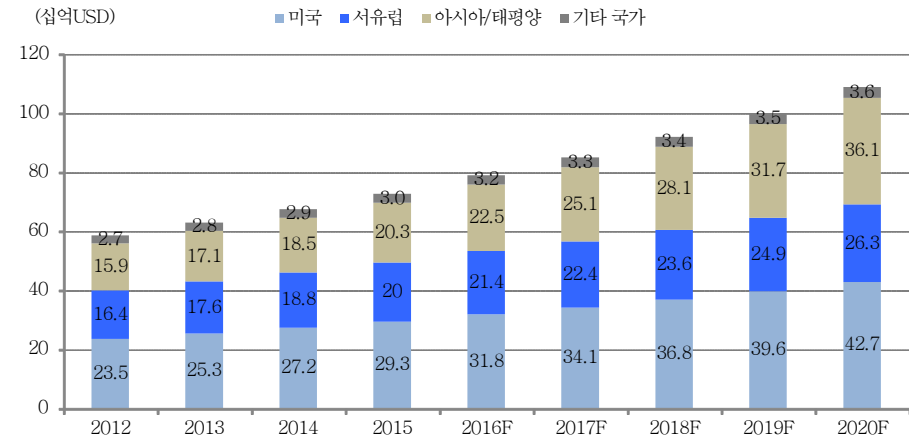
<그림> 글로벌 바이오의약품 CMO현황



자료: Frost & Sullivan, 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

Source: 해당사 IR, DataGuide, Quantiwise, 현대차투자증권

<그림> 지역별 의약품 CMO 시장규모 전망



자료: 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

# 주력 파이프라인 가치

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

SB2	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Inflixima	6.0%		9,392	9,955	10,552	11,185	11,857	12,568	13,322	14,121	14,969	15,867	16,819	17,828	18,898
Remicade	-8%	2014에서 2018년 이후	5,964	5,487	5,048	4,644	4,272	3,931	3,616	3,327	3,061	2,816	2,591	2,383	2,193
Biosimilar			3,428	4,468	5,505	6,541	7,584	8,637	9,706	10,794	11,908	13,051	14,228	15,445	16,705
글로벌 Infliximab 시장 점유율															
Remicade MS			64%	55%	48%	42%	36%	31%	27%	24%	20%	18%	15%	13%	12%
Biosimilar MS			36%	45%	52%	58%	64%	69%	73%	76%	80%	82%	85%	87%	88%
시뮬라 중 SB2(연도별 상이 2018년 이후)			8%	10%	13%	16%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
경쟁 업체수(F)			1	2	2	3	4	4	5	5	5	5	5	5	5
SB2 글로벌 매출			274	447	716	1,047	1,441	1,727	1,941	2,159	2,382	2,610	2,846	3,089	3,341
삼성바이오에피	50%	상바 및 글로벌	137	223	358	523	720	864	971	1,079	1,191	1,305	1,423	1,544	1,670
EBIT	33%	글로벌 바이:	45	74	118	173	238	285	320	356	393	431	470	510	551
FCF	20%	법인세율	36	59	94	138	190	228	256	285	314	345	376	408	441
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			35	54	82	114	150	171	183	194	204	214	222	230	237
Net Present Value			2,089												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			2,664	특허만료				오리지널사	주요 경쟁사						
Total Value			4,753	미국	유럽			얀센	셀트리온						
할인율	100%	판매 중	4,753	만료	만료				암젠						
원화환산(억원)	1,070		50,854												

SB3	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Trastuz	6%		7,491	7,940	8,416	8,921	9,457	10,024	10,625	11,263	11,939	12,655	13,414	14,219	15,072
Herceptin	-8%	특허만료 후	6,394	5,882	5,412	4,979	4,581	4,214	3,877	3,567	3,282	3,019	2,777	2,555	2,351
Biosimilar			1,097	2,058	3,005	3,942	4,876	5,810	6,748	7,696	8,657	9,636	10,637	11,664	12,722
글로벌 Trastuzumab 시장점유율															
Herceptin MS			85%	74%	64%	56%	48%	42%	36%	32%	27%	24%	21%	18%	16%
Biosimilar MS			15%	26%	36%	44%	52%	58%	64%	68%	73%	76%	79%	82%	84%
시뮬라 중 SB3(연도별 상이 2018년 이후)			50%	46%	44%	42%	40%	38%	36%	34%	32%	30%	30%	30%	30%
경쟁 업체수(F)			1	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5	5	5
SB3 글로벌 매출			548	946	1,322	1,656	1,950	2,208	2,429	2,617	2,770	2,891	3,191	3,499	3,816
삼성바이오에피	50%	상바 및 글로벌	274	473	661	828	975	1,104	1,215	1,308	1,385	1,445	1,596	1,750	1,908
EBIT	33%	글로벌 바이:	90	156	218	273	322	364	401	432	457	477	527	577	630
FCF	20%	법인세율	72	125	175	219	257	291	321	345	366	382	421	462	504
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			69	114	151	181	203	219	229	236	238	237	249	260	270
Net Present Value			2,662												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			3,043	특허만료				오리지널사	주요 경쟁사						
Total Value			5,705	미국	유럽			로슈	셀트리온						
할인율	100%		5,705	19.06	만료				암젠						
원화환산(억원)	1,070		61,044												

## 주력 파이프라인 가치 (2)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

SB4	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Etanercept	6.0%		9,756	10,342	10,962	11,620	12,317	13,056	13,839	14,670	15,550	16,483	17,472	18,520	19,631
Enbrel	-2%	특허만료 후	8,613	8,483	8,356	8,231	8,107	7,986	7,866	7,748	7,632	7,517	7,405	7,293	7,184
Biosimilar			1,144	1,858	2,606	3,389	4,210	5,070	5,973	6,922	7,918	8,966	10,067	11,227	12,447
글로벌 Etanercept 시장점유율												미국허가신청 미국특허만료			
Enbrel MS			88%	82%	76%	71%	66%	61%	57%	53%	49%	46%	42%	39%	37%
Biosimilar MS			12%	18%	24%	29%	34%	39%	43%	47%	51%	54%	58%	61%	63%
시밀러 중 SB4 연도별 상이	2018년 이후		70%	60%	50%	45%	45%	44%	43%	42%	41%	40%	35%	30%	30%
경쟁 업체수(F)			1	2	2	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5
SB4 글로벌 매출			801	1,115	1,303	1,525	1,894	2,231	2,569	2,907	3,246	3,586	3,524	3,368	3,734
삼성바이오에피	50%	삼바 및 글로벌	400	557	651	763	947	1,115	1,284	1,454	1,623	1,793	1,762	1,684	1,867
EBIT	33%	글로벌 바이:	132	184	215	252	313	368	424	480	536	592	581	556	616
FCF	20%	법인세율	106	147	172	201	250	294	339	384	429	473	465	445	493
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			101	134	149	166	197	221	243	262	279	293	275	250	265
Net Present Value			2,882												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			2,977	특허만료				오리지널사	주요 경쟁사						
Total Value			5,860	미국	유럽			암젠/화이자	산도즈						
할인율	100%	판매 중	5,860	18.11	만료				Coherus						
원화환산(억원)	1,070		62,699												

SB5	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Adlimun	6%		17,506	18,556	19,670	20,850	22,101	23,427	24,832	26,322	27,902	29,576	31,350	33,231	35,225
Humira	-8%	특허만료 후	17,506	18,556	19,670	20,850	22,101	20,333	18,706	17,210	15,833	14,566	13,401	12,329	11,343
Biosimilar			-	-	-	-	-	3,094	6,126	9,113	12,069	15,010	17,949	20,903	23,883
글로벌 Adlimumab 시장점유율												미국허가신청 특허보호 특허보호 특허보호 특허보호 제품 출시			
Humira MS			100%	100%	100%	100%	100%	87%	75%	65%	57%	49%	43%	37%	32%
Biosimilar MS			0%	0%	0%	0%	0%	13%	25%	35%	43%	51%	57%	63%	68%
시밀러 중 SB5 연도별 상이	2018년 이후	경쟁업체 증가 가정						60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	30%
경쟁 업체수(F)								2	3	4	5	5	5	5	5
SB5 글로벌 매출			-	-	-	-	-	1,856	3,369	4,556	5,431	6,004	6,282	6,271	7,165
삼성바이오에피	50%	삼바 및 글로벌	-	-	-	-	-	928	1,685	2,278	2,716	3,002	3,141	3,135	3,582
EBIT	33%	글로벌 바이:	-	-	-	-	-	306	556	752	896	991	1,037	1,035	1,182
FCF	20%	법인세율	-	-	-	-	-	245	445	601	717	793	829	828	946
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			-	-	-	-	-	184	318	410	466	491	490	466	508
Net Present Value			3,334												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			5,713	특허만료				오리지널사	주요 경쟁사						
Total Value			9,046	미국	유럽			애브비	암젠						
할인율	100%	판매허가	9,046	18.10	21.01				베링거(BI)						
원화환산(억원)	1,070		96,794												



# 주력 파이프라인 가치 (3)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

SB8	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Bevacizumab	3%		7,092	7,304	7,523	7,749	7,982	8,221	8,468	8,722	8,983	9,253	9,530	9,816	10,111
Avastin	-6%	특허만료 후	7,092	7,304	6,866	6,454	6,067	5,703	5,361	5,039	4,737	4,452	4,185	3,934	3,698
Biosimilar			-	-	657	1,295	1,915	2,518	3,107	3,683	4,247	4,800	5,345	5,882	6,413
글로벌 Bevacizumab 시장점유율			임상3상 완료허가신청		미국판매 시작		미국판매		유럽판매 시작						
Avastin MS			100%	100%	91%	83%	76%	69%	63%	58%	53%	48%	44%	40%	37%
Biosimilar MS			0%	0%	9%	17%	24%	31%	37%	42%	47%	52%	56%	60%	63%
시달리 중 SB8, 연도별 상이			2018년 이후 경쟁업체 증가 가정			50%	50%	45%	45%	40%	40%	35%	35%	30%	25%
경쟁 업체수(F)					2	2	3	4	5	5	5	5	5	5	5
SB8 글로벌 매출			-	-	329	648	862	1,133	1,243	1,473	1,486	1,680	1,604	1,765	1,603
삼성바이오에피	50%	삼바 및 글로벌	-	-	164	324	431	567	621	737	743	840	802	882	802
EBIT	33%	글로벌 바이:	-	-	54	107	142	187	205	243	245	277	265	291	265
FCF	20%	법인세율	-	-	43	85	114	150	164	194	196	222	212	233	212
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			-	-	38	71	90	112	117	133	128	137	125	131	114
Net Present Value			1,195												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			1,278	특허만료											
Total Value			2,473	미국	유럽										
할인율	64%	임상3상	1,575	19.07	22.01										
원화환산(억원)	1,070		16,856												

SB9	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Insulin glargine	3.0%	'16년 기준	6,510	6,705	6,906	7,113	7,327	7,546	7,773	8,006	8,246	8,494	8,748	9,011	9,281
Lantus	-7%	2014에서	5,466	5,084	4,728	4,397	4,089	3,803	3,537	3,289	3,059	2,845	2,646	2,460	2,288
Biosimilar		Eli Lilly 제품	1,043	1,621	2,178	2,716	3,238	3,744	4,236	4,717	5,187	5,649	6,103	6,550	6,993
글로벌 Insulin glargine 시장점유율			유럽판매		미국판매										
Lantus MS			84%	76%	68%	62%	56%	50%	45%	41%	37%	33%	30%	27%	25%
Biosimilar MS			16%	24%	32%	38%	44%	50%	55%	59%	63%	67%	70%	73%	75%
시달리 중 SB9, 연도별 상이			2018년 이후			35%	35%	35%	30%	30%	28%	28%	28%	25%	25%
경쟁 업체수(F)					2	2	3	3	3	4	5	5	5	5	5
SB9 글로벌 매출			365	567	762	951	971	1,123	1,271	1,321	1,452	1,582	1,709	1,638	1,748
삼성바이오에피	50%	삼바 및 글로벌	183	284	381	475	486	562	635	660	726	791	854	819	874
EBIT	33%	글로벌 바이:	60	94	126	157	160	185	210	218	240	261	282	270	288
FCF	20%	법인세율	48	75	101	126	128	148	168	174	192	209	226	216	231
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			46	68	87	104	101	111	120	119	125	129	133	122	124
Net Present Value			1,389												
Terminal Value (FCF Y2030 * (1+Termin			1,394	특허만료											
Total Value			2,783	미국	유럽										
할인율	100%	판매허가	2,783	만료	만료										
원화환산(억원)	1,070		29,777												

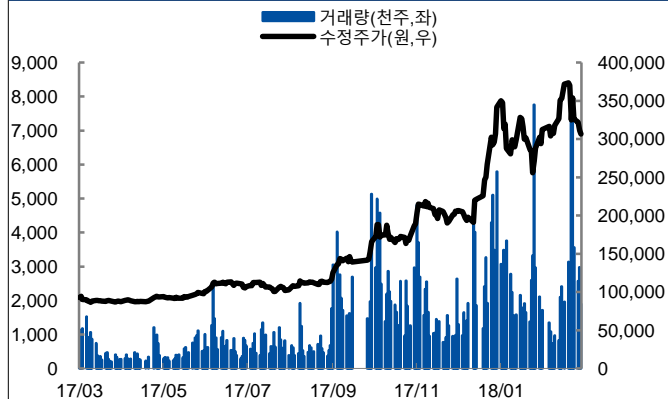
# 셀트리온: '18년, '19년까지 다양한 모멘텀 확보 중

## Overview

보통주주가(원)			306,500
시가총액(억원)			375,973
상장주식수(천주)			122,666
액면가(원)			1,000
주요주주	(주)셀트리온홀딩스외 57인		22.6%
외국인 비중			23.2%
52주 최고/최저가(원)	392,000		85,697
60일평균거래대금(억원)			7,394
베타(시장대비, 1Year)			0.54
변동율	상대주가	절대주가	KS
1W	-9.2%	-5.7%	3.5%
1M	-4.6%	-1.9%	2.7%
3M	48.5%	49.2%	0.7%
12M	202.5%	219.0%	16.5%

2018F 업종 PER/PBR(배)	26.4	1.7
매출성장률(3년 CAGR, %)		43.7%
OP성장률(3년 CAGR, %)		35.7%
EPS성장률(3년 CAGR, %)		18.5%
배당수익률(전년 DPS대비)		
설립일	1991-02-27	

## 주가 및 거래량



Source: 해당사 IR, DataGuide, 현대차투자증권

## 트룩시마+허쥬마+램시마 SC제형

BUY / TP 360,000원  
보고서 작성일: 2018. 02. 22

### 1) 투자포인트 및 결론

- 허쥬마 유럽 출시와 램시마 크론병 대상 임상에서 레미케이드/휴미라와 동등성 입증 하는 등 긍정적인 News flow 지속되고 있으며, 올해 하반기 중 트룩시마 및 허쥬마 미국 판매 승인과 장기적으로 램시마/인플렉트라 SC제형 출시 가능 모멘텀 고려하여 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 기존 285,000에서 360,000원으로 상향 조정.
- 4Q17실적: 생산설비 가동률 상승과 제품 다각화에 따른 수출 개선으로 시장 추정치 부합하는 양호한 달성. 매출액 2,743억원 (YoY 31.3%), 영업이익 1,542억원 (YoY 115.3%, OPM 56.2%) 순이익(지배) 1,054억원 (YoY 112.2%, NPM 38.4%) 기록.

### 2) 주요이슈 및 실적전망

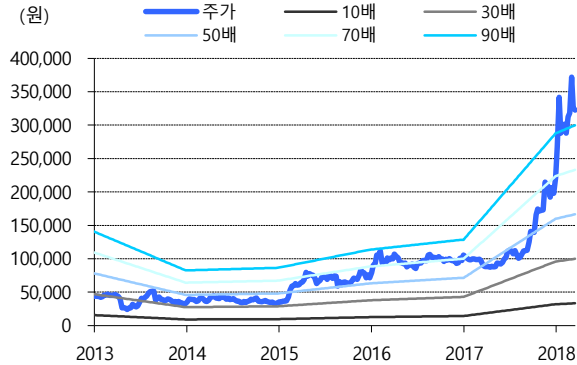
- 연결기준 4Q17 영업이익률 56.2%의 우수한 실적 달성: 유럽향 트룩시마 시장점유율 확대 및 재고자산 확보에 따라 전년동기 대비 생산 가동률 증가. 유럽 내 트룩시마 시장 점유율 '14년 유럽에 출시되었던 램시마 대비 2배이상 빠르게 시장점유율 확보 중. 셀트리온헬스케어 램시마/허쥬마 재고 고려 시 단기적으로 트룩시마 위주 생산 지속 예상.
- R&D관련: (A) 램시마 SC(피하주사)제형 글로벌 임상 3상 진행 중으로 2019년 중 허가 신청 가능할 전망. 2020년 중 판매승인 취득 시 전체 자가면역치료제 시장 진출 가능하며 램시마 시장가치 2배 이상 높아질 전망. (B) 램시마 크론병 대상 진행된 임상시험에서 오리지널의약품 레미케이드 및 휴미라와 동등성 입증하며, 향후 크론병 대상 처방률 높아질 전망. 레미케이드 기준 자가면역질환 적응증별 처방 비율: (1) 크론병 37%, (2) 궤양성 대장염 29%, (3) 강직성 척추염 15%, (4) 류마티스관절염 14% 순.
- 트룩시마 (리툰산 바이오시밀러) 중남미 진출 파트너 먼디파마 (영국, 독일, 이탈리아 등 유럽 주요 국 판매 담당업체) 선정. 램시마 중남미에서 시장점유율 20% 수준으로 트룩시마 중남미 출시 후 유럽시장과 유사하게 가파른 시장점유율 확대 가능할 전망..

### 3) 주가전망 및 Valuation

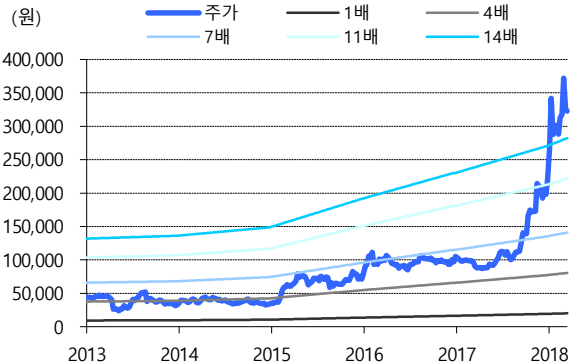
- Valuation 변경 사항: (1) 램시마 2020년 이후 전체 자가면역치료제 (휴미라 시장 포함) 진출 가능할 것으로 Topline 상향 조정하며 기존 가치 18조원에서 26조원으로 상향조정. (2) 트룩시마의 오리지널 의약품 시장 기준 6%성장에서 7%성장으로 소폭 상향조정.
- PEG Ratio (PER/Growth) 비교할 경우 글로벌 제약사 평균인 2.3배와 유사한 수준 (PER [fwd]: 79배/ Growth: 40% = 1.9배). 현재 높은 성장률 유지될 경우 높은 Multiple 지속 가능할 전망.

# Valuation 관련 (SOTP / Multiple bands)

P/E Band chart



P/B Band chart



SOTP Valuation

<표> 셀트리온 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
<b>1. 기존제품</b>				
렘시마	259,536	24,256		2020년 이후 전체 자가면역 시장 진출 가정 오리지널 의약품 시장 성장률 7%로 상향
트록시마	100,132	9,358		
<b>2. 비영업가치</b>	90,720			
i 파이프라인		할인 전	성공률	기존 적용 EBIT 44%에서 55%로 상향 임상2상 성공률 소폭 상향 적용 (기존 24.3%)
허쥬마	74,984	7,008	100.0%	
CTP27	6,948	2,319	28.0%	
ii 관계기업		시가총액(억원)	지분율	
셀트리온제약	8,789	25,887	48.5%	시가총액 30% 할인 적용
<b>3. 순차입금</b>	2,190			
<b>4. 주주가치 (1+2-3)</b>	448,198			
<b>5. 전체 주식수 (천주)</b>	124,540			자기주식 제외
<b>6. 목표주가 (₩) (4/5)</b>	359,884			

자료: 현대차투자증권

## 신약 개발 단계적 특징 및 성공확률

(단위: 억 원)

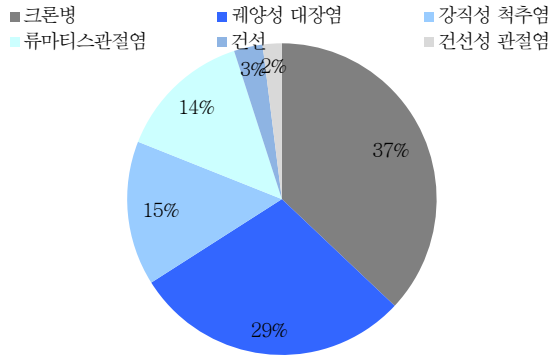
구분	후보물질발굴		ND*	임상 시험			NDA**	시판 후 임상
단계	탐색연구	동물실험		1상	2상	3상		
목표	후보약물발견	기초 안전성/유효성	인체실험 신청	안정성/투약량 측정	약효/부작용 확인	약효 및 장기적 안전성	시판승인신청	시판후 부작용 측정
대상	실험실 연구	동물대상		정상인 20~30명	환자 100~5천명	환자 1~5천명		
소요기간	5년	3년	1개월	1.5년	2년	3년	6개월	4~6년
성공확률	5%	2%	85%	71%	44%	69%	80%	
<b>신약개발까지 누적성공확률</b>			<b>14.7%</b>	<b>17.2%</b>	<b>24.3%</b>	<b>55.2%</b>	<b>80.0%</b>	

\*ND: Investigation New Drug 연구용 신약, \*\* NDA: New Drug Application 신약신청.

자료: 삼성경제연구소, HMC투자증권

# 실적추정 및 주력제품 관련

## 레미케이드 적응증별 처방



## 주요 바이오의약품 특허만료일

바이오 의약품	유럽	미국
Avastin	2022년 1월	2019년 7월
Herceptin	특허 만료	2019년 6월
Humira	2018년 4월	2016년 12월
Remicade	2015년 2월	2018년 9월
Rituxan	2013년 11월	2016년 9월
Aranesp	2016년 7월	2024년 5월
Enbrel	2015년 2월	2028년 11월

## 램시마 가치 추정

### <표2> 셀트리온 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	1,966	2,461	2,321	2,743	2,400	3,000	2,851	3,416	6,706	9,491	11,667
바이오의약품 제품	1,664	2,032	1,877	2,205	2,030	2,499	2,346	2,800	5,294	7,778	9,676
바이오의약품 용역	94	131	133	156	144	177	166	199	389	515	686
케미컬의약품	202	296	303	375	223	321	332	411	1,010	1,176	1,288
기타	6	2	8	6	3	2	6	6	13	22	18
영업이익	894	1,383	1,401	1,542	1,297	1,664	1,614	1,917	2,497	5,220	6,492
세전이익	802	1,407	1,398	1,450	1,249	1,626	1,601	1,802	2,293	5,058	6,279
순이익(지배)	678	1,142	1,122	1,054	971	1,245	1,203	1,378	1,780	3,995	4,797
영업이익률	45.5%	56.2%	60.4%	56.2%	54.0%	55.5%	56.6%	56.1%	37.2%	55.0%	55.6%
세전이익률	40.8%	57.2%	60.2%	52.9%	52.0%	54.2%	56.1%	52.8%	34.2%	53.3%	53.8%
순이익률	34.5%	46.4%	48.3%	38.4%	40.4%	41.5%	42.2%	40.4%	26.5%	42.1%	41.1%
YoY 매출액	81.2%	33.0%	37.9%	31.3%	22.1%	21.9%	22.9%	24.6%	11.1%	41.5%	22.9%
YoY 영업이익	231.3%	79.4%	89.3%	115.3%	45.0%	20.3%	15.2%	24.3%	-3.6%	109.1%	24.4%
YoY 세전이익	671.6%	85.2%	85.6%	114.4%	55.7%	15.6%	14.5%	24.3%	40.6%	120.5%	24.1%
YoY 순이익	520.9%	92.5%	93.0%	112.2%	43.2%	9.1%	7.3%	30.8%	15.5%	124.4%	20.1%

자료: 현대차투자증권

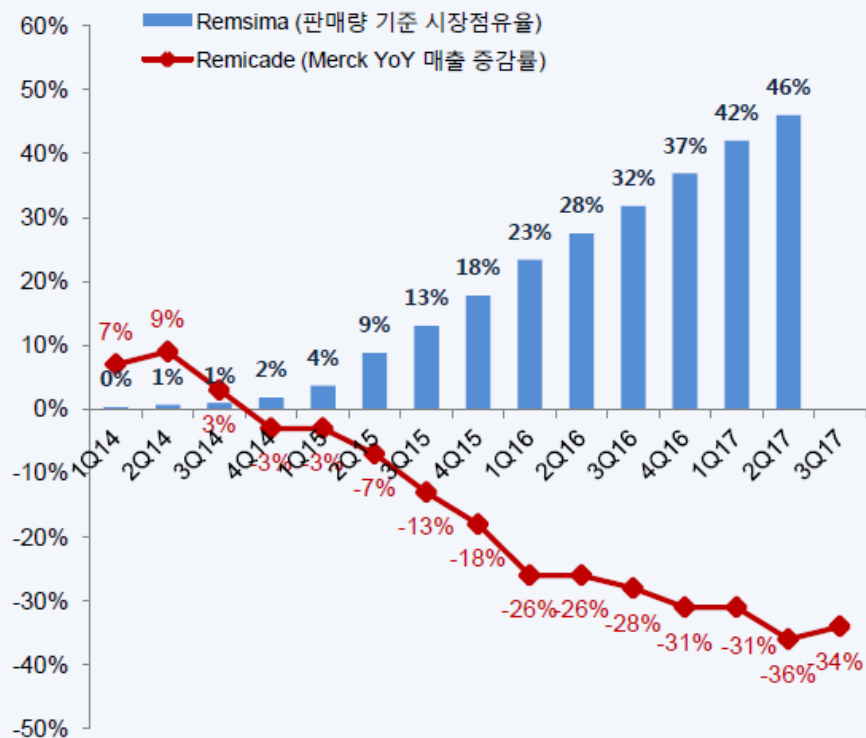


# 램시마 시장점유율

Remsima / Inflectra 판매 추이

## ❖ 유럽

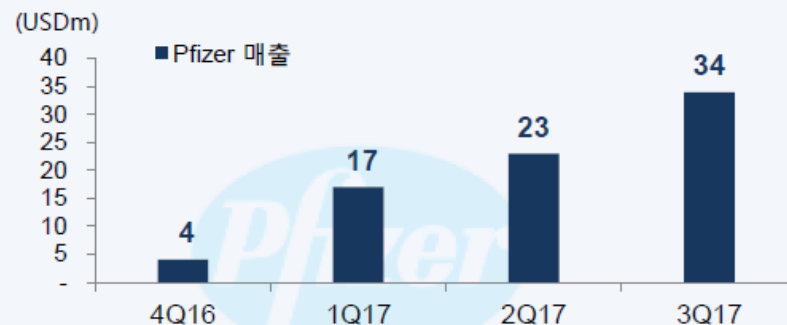
### Remsima, Remicade 매출 추이



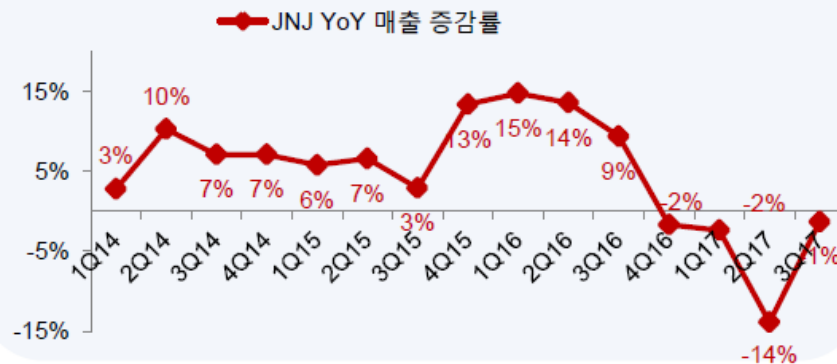
\* Source: IMS, Merck

## ❖ 미국

### Inflectra 매출 추이



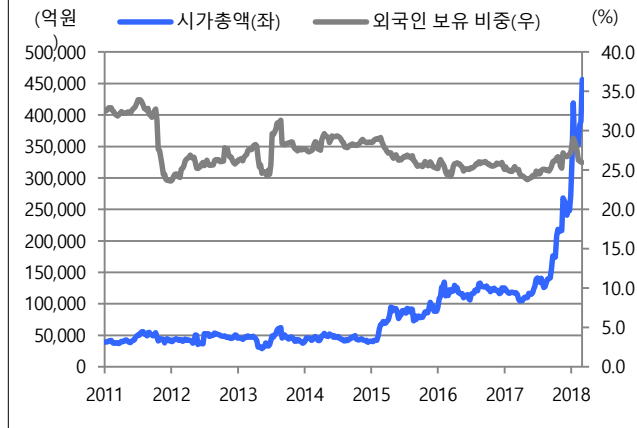
### Remicade 매출 추이



\* Source: : IMS, Pfizer, JNJ

## 기타 그래프 (외국인 비중, 대차잔고, 파이프라인 등)

시가총액 및 외국인 비중



대차잔고 비중



기술수출 파이프라인 현황

Pipeline	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CT-P13 Remsima	임상시험	한국 허가	EU 허가	일본 허가	미국 허가(E)		
CT-P06 Herzuma	임상시험 (MBC)		한국 허가	임상시험(E) (EBC)		EU 허가(E)	
CT-P10 Truxima				임상시험(E)		EU 허가(E)	
CT-P27		전임상	임상1상	임상2상a		임상2상b(E)	임상3상b(E)

### Remsima (Inflectra/레미케이드 바이오시밀러)

- 2011년 11월: 글로벌 임상 종료
- 2012년 7월: MFDS(한국식품의약품안전처) 허가 승인
- 2013년 8월: 유럽 EMA 허가 승인
- 2014년 1월: 캐나다 판매허가 획득
- 2014년 7월: 일본, 터키 등 판매허가 획득
- 2014년 8월: 미국 FDA 허가 신청
- 2015년 10월: 65개국 허가 완료, 20개국 심사 중

### CT-P06 (허셉틴 바이오시밀러)

- 2011년 12월: 글로벌 임상 종료 (MBC)
- 2014년 1월: MFDS 허가 승인
- 글로벌 임상 3상 진행 중 (EBC)

### CT-P10 (리툭산 바이오시밀러)

- 2015년 11월: 유럽 EMA 허가 신청

### CT-P27 (인플루엔자 치료용 항체 신약)

- 2013년 11월: 임상 1상 완료 (영국)
- 2014년 8월: 임상 2a상 종료 (영국)

### <표6> TNF 억제제 시장 바이오 시밀러 개발 현황

	셀트리온	삼성바이오에피스	화이자	암젠	노바티스
휴미라	개발 중	유럽 허가 신청 미국 허가 신청	임상 3상	유럽 허가 신청 미국 허가 신청	미국 판매 승인
레미케이드	국내 출시 유럽 허가 및 출시 미국 허가 및 출시 예정	국내 허가 및 출시 유럽 허가 및 출시 미국 허가 신청	임상 3상 (렘시마 판매사)	임상 2상	
엔브렐	개발 중	국내 출시 유럽 허가 및 출시 미국 허가 신청			유럽 허가 신청 미국 허가 신청

자료: HMC투자증권

# 주력 파이프라인 가치 (1)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

램시마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 inflix	6.0%		11,119	11,786	37,479	39,727	42,111	44,638	47,316	50,155	53,164	56,354	59,735	63,319	67,119
오리지날 의	-13%	2014에서 20	5,630	5,893	29,983	29,796	29,478	29,015	28,390	27,585	26,582	28,177	29,868	31,660	33,559
Biosimilar			5,489	5,893	7,496	9,932	12,633	15,623	18,926	22,570	26,582	28,177	29,868	31,660	33,559
글로벌 infliximab 시장 점유율			SC제형 출시 후 전체 자가면역 시장 진출												
오리지날의약품 MS			51%	50%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	50%	50%	50%	50%
Biosimilar MS			49%	50%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	50%	50%	50%	50%
시밀러 중 R 연도별 상이		2018년 이후	85%	80%	75%	70%	65%	65%	55%	55%	55%	50%	50%	45%	45%
경쟁 업체수			3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Remsima 글로벌 매출			4,665	4,714	5,622	6,952	8,212	10,155	10,410	12,413	14,620	14,089	14,934	14,247	15,102
셀트리온 매	30%	셀트리온 헬	1,400	1,414	1,687	2,086	2,463	3,047	3,123	3,724	4,386	4,227	4,480	4,274	4,531
EBIT	55%	5년치 평균	770	778	928	1,147	1,355	1,676	1,718	2,048	2,412	2,325	2,464	2,351	2,492
FCF	20%	법인세율	616	622	742	918	1,084	1,340	1,374	1,639	1,930	1,860	1,971	1,881	1,993
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			587	566	643	758	853	1,006	983	1,118	1,255	1,153	1,165	1,059	1,070

Net Present Value	12,215														
Terminal Va (FCF Y2030 * (1+Termin	12,041	특허만료						오리지날사		주요 경쟁사					
Total Value	24,256	미국		유럽				안센		삼성바이오					
할인율	100%	만료		만료						암젠					
원화환산	1,070														

트록시마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Ritux	7%		8,567	9,167	9,809	10,495	11,230	12,016	12,857	13,757	14,720	15,751	16,853	18,033	19,295
Rituxan	-13%	특허만료 후	5,664	4,928	4,287	3,730	3,245	2,823	2,456	2,137	1,859	1,617	1,407	1,224	1,065
Biosimilar			2,903	4,239	5,522	6,766	7,985	9,193	10,401	11,620	12,861	14,133	15,446	16,809	18,230
글로벌 Rituximab 시장점유율			미국판매												
Rituximab MS			66%	54%	44%	36%	29%	23%	19%	16%	13%	10%	8%	7%	6%
Biosimilar MS			34%	46%	56%	64%	71%	77%	81%	84%	87%	90%	92%	93%	94%
시밀러 중 T 연도별 상이		2018년 이후	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	30%	30%	30%	25%
경쟁 업체수			2	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Truxima 글로벌 매출			2,032	2,756	3,313	3,721	3,993	4,137	4,160	4,067	3,858	4,240	4,634	5,043	4,558
셀트리온 매	34%	셀트리온 헬	685	929	1,117	1,255	1,346	1,395	1,403	1,371	1,301	1,430	1,563	1,700	1,537
EBIT	55%	5년치 평균	377	511	614	690	740	767	772	754	716	786	859	935	845
FCF	20%	법인세율	302	409	492	552	592	614	617	603	572	629	688	748	676
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			287	372	426	456	466	461	442	412	372	390	406	421	363

Net Present Value	5,274														
Terminal Va (FCF Y2030 * (1+Termin	4,084	특허만료						오리지날사		주요 경쟁사					
Total Value	9,358	미국		유럽				로슈		산도즈					
할인율	100%	허가단계		18.12		만료				삼성바이오					
원화환산	1,070														



## 주력 파이프라인 가치 (2)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

허주마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Tras	6%		7,784	8,251	8,746	9,271	9,828	10,417	11,042	11,705	12,407	13,151	13,940	14,777	15,664
Herceptin	-13%	특허만료 후	5,244	4,562	3,969	3,453	3,004	2,614	2,274	1,978	1,721	1,497	1,303	1,133	986
Biosimilar			2,540	3,689	4,777	5,818	6,823	7,804	8,768	9,726	10,686	11,654	12,638	13,644	14,678
글로벌 Trastuzumab 시장점유율 판매															
Herceptin MS			67%	55%	45%	37%	31%	25%	21%	17%	14%	11%	9%	8%	6%
Biosimilar MS			33%	45%	55%	63%	69%	75%	79%	83%	86%	89%	91%	92%	94%
시알라 중 T 연도별 상이		2018년 이후	55%	50%	45%	40%	35%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	25%
경쟁 업체수			1	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5	5	5
Herzuma 글로벌 매출			1,397	1,845	2,150	2,327	2,388	2,341	2,630	2,918	3,206	3,496	3,791	4,093	3,669
셀트리온 매	34%	셀트리온 헬	471	622	725	785	805	789	887	984	1,081	1,179	1,278	1,380	1,237
EBIT	55%	5년치 평균	259	342	399	432	443	434	488	541	595	648	703	759	681
FCF	20%	법인세율	207	274	319	345	354	347	390	433	476	519	563	607	544
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			198	249	276	285	279	261	279	295	309	322	332	342	292
Net Present Value			3,719												
Terminal Va (FCF Y2030 * (1+Termin			3,288	특허만료				오리지날사	주요 경쟁사						
Total Value			7,008	미국	유럽			로슈	삼성바이오						
할인율	100%	국내 판매허	7,008	19.06	만료										
원화환산	1,070		74,984												

CT-P27	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Target market			1,356	1,397	1,438	1,482	1,526	1,572	1,619	1,668	1,718	1,769	1,822	1,877	1,933
시장 성장률	3.00%														
시장점유율				2.00%	5.00%	8.00%	11.00%	14.00%	17.00%	20.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
예상매출액				27.9	71.9	118.5	167.9	220.0	275.2	333.5	395.0	406.9	419.1	431.7	444.6
개발 일정 및 특허 만료			임상 진행	허가 신청	판매										
EBIT	60%		-	17	43	71	101	132	165	200	237	244	251	259	267
FCF	20%	법인세율(4	-	13	35	57	81	106	132	160	190	195	201	207	213
PV이자요소	4.9%	15년 WAC	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			-	12	30	47	63	79	95	109	123	121	119	117	115
Net Present Value			1,030												
Terminal V (FCF Y2030 * (1+Term			1,289												
Total Value			2,319												
할인율	28%		649												
원화환산	1,070		6,948												



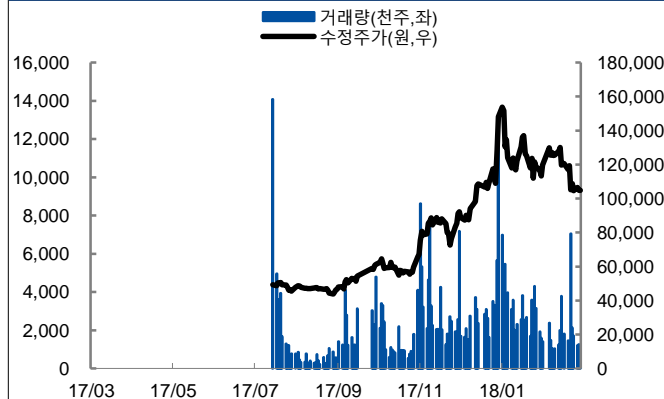
# 셀트리온헬스케어: 바이오시밀러 마케팅 선도

## Overview

보통주주가(원)	104,900
시가총액(억원)	144,263
상장주식수(천주)	137,525
액면가(원)	1,000
주요주주	서정진외 7인
외국인 비중	33.8%
52주 최고/최저가(원)	164,000 42,821
60일평균거래대금(억원)	3,382
베타(시장대비, 1Year)	2.31
변동율	상대주가 절대주가 KQ
1W	-5.8% -0.3% 5.5%
1M	-16.9% -12.3% 4.6%
3M	-1.4% 13.8% 15.1%
12M	#VALUE! 44.4%

2018F 업종 PER/PBR(배)	#N/A	#N/A
매출성장률(3년 CAGR, %)		73.4%
OP성장률(3년 CAGR, %)		65.6%
EPS성장률(3년 CAGR, %)		51.0%
배당수익률(전년 DPS대비)		
설립일	1999-12-29	
종업원수(명)	126	

## 주가 및 거래량



Source: 해당사 IR, DataGuide, 현대차투자증권

## 바이오시밀러 전세계적으로 확대 추세

BUY / TP 145,000원  
보고서 작성일: 2018. 03. 02

### 1) 투자포인트 및 결론

- 셀트리온과 동일하게 긍정적인 News flow 지속 중: (1) 허쥬마 유럽 출시, (2) 램시마 크론병 대상 임상에서 레미케이드/휴미라와 동등성 입증 (3) 올해 하반기 중 트룩시마 및 허쥬마 미국 판매 승인 (4) 장기적으로 램시마/인플렉트라 SC제형 출시 가능 모멘텀 고려하여 투자의견 BUY 유지.
- 주력제품 램시마/인플렉트라 향후 SC제형 출시 시 전체 자가면역치료제 시장 진출 가정 추가하며 기존 목표주가 126,000원에서 145,000원으로 상향조정.

### 2) 주요이슈 및 실적전망

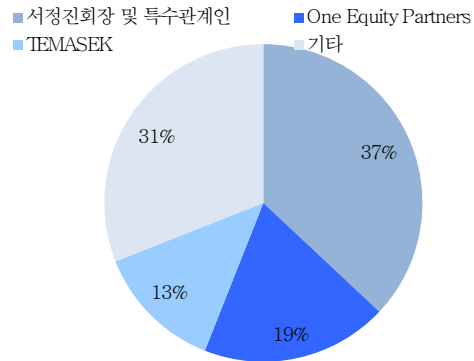
- 실적관련: (1) 국제회계처리기준 (IFRS15) 조기도입 (2018년 도입 의무)으로 기존 매출인식 시점 변경: 거래처에 할인되어 판매된 가격 기준으로 매출인식. IFRS15 미적용시 1조원 매출액에 시장추정치 부합하는 영업이익률 기록. (2) '14년 Hospira社에 발행했던 CB상환 완료로 일회성 사채상환이익에 따라 금융손익 증가.
- 면역물질 수출금액 '18년 1월 USD 55mn (약 590억원) 수출되며 YoY 489% 증가. 허쥬마 유럽 런칭과 미국 인플렉트라 판매 증가로 지속적인 성장 가능할 것으로 예상. 2018년 매출 1조 3,834억원 (YoY 50.2%), 영업이익 2,812억원 (YoY 82.8%, OPM 20.3%) 전망.
- 셀트리온 R&D관련: (A) 램시마 SC(피하주사)제형 글로벌 임상 3상 진행 중으로 2019년 중 허가 신청 가능할 전망. 2020년 중 판매승인 취득 시 전체 자가면역치료제 시장 진출 가능하며 램시마 시장가치 2배 이상 높아질 전망. (B) 램시마 크론병 대상 진행된 임상시험에서 오리지날의약품 레미케이드 및 휴미라와 동등성 입증하며, 향후 크론병 대상 처방률 높아질 전망. 레미케이드 기준 자가면역질환 적응증별 처방 비율: (1) 크론병 37%, (2) 궤양성 대장염 29%, (3) 강직성 척추염 15%, (4) RA 14% 순.

### 3) 주가전망 및 Valuation

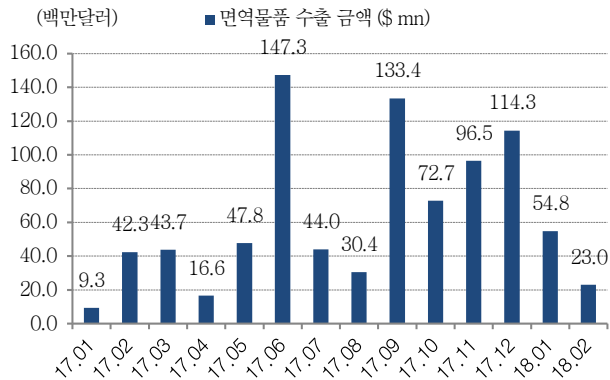
- Valuation 변경 내용: (1) 램시마 2020년 이후 전체 자가면역치료제 (휴미라 시장 포함) 진출 가능할 것으로 Topline 상향 조정하며 기존 가치 8.3조원에서 11.4조원으로 상향조정. (2) 트룩시마의 오리지날 의약품 시장 기존 6%성장에서 7%성장으로 소폭 상향조정.
- IFRS15 조기도입에 따른 부진한 실적으로 소폭의 주가 조정 불가피하지만 신규제품 출시와 미국 시장 점유율 확대를 바탕으로 높은 성장 유지될 전망.

# Valuation 관련 (SOTP / Multiple bands)

## 주주 구성



## 면역물품 수출 금액 추이



## SOTP Valuation

<표1> 셀트리온헬스케어 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
1. 영업가치	192,190			환율 1,070원 적용
램시마	114,314	10,684		2020년 이후 전체 자가면역 시장 진출 가정
트룩시마	48,423	4,525		오리지날 의약품 시장 성장률 7% 상향
허쥬마	29,453	2,753		오리지날 의약품 시장 성장률 6% 유지
2. 비영업가치	6,948			
파이프라인		할인 전	성공률	
CTP27	6,948	2,319	24.3%	임상2상 성공률 적용
3. 순차입금	-			
4. 주주가치 (1+2-3)	199,137			
5. 전체 주식수 (천주)	137,338			
6. 목표주가 (원) (4/5)	144,998			

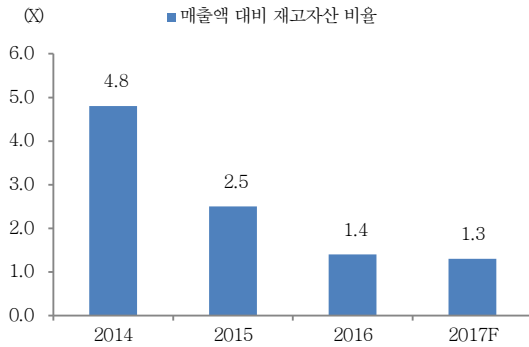
<표2> 셀트리온헬스케어 분기별 실적 전망

(단위: 억 원)

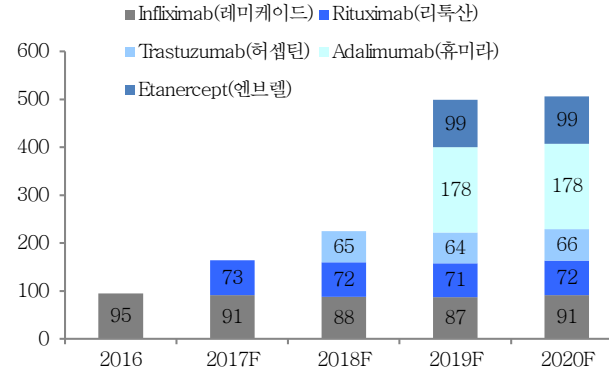
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	699	2,375	1,980	4,156	1,615	3,131	2,693	6,395	9,211	13,834	17,028
램시마	654	2,094	1,343	1,510	785	2,115	1,612	1,737	5,601	6,248	7,177
트룩시마	36	235	570	2,598	798	838	684	2,909	3,439	5,230	6,044
허쥬마/기타	9	46	51	49	32	178	396	1,749	155	2,355	3,808
영업이익	106	534	403	495	263	718	564	1,266	1,539	2,812	3,553
세전이익	19	1,032	405	637	248	678	546	1,213	2,092	2,685	2,986
순이익	-18	775	307	541	188	515	415	920	1,606	2,038	2,269
영업이익률	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	16.3%	22.9%	21.0%	19.8%	16.7%	20.3%	20.9%
세전이익률	2.7%	43.4%	20.4%	15.3%	15.3%	21.7%	20.3%	19.0%	22.7%	19.4%	17.5%
순이익률	-2.6%	32.6%	15.5%	13.0%	11.6%	16.4%	15.4%	14.4%	17.4%	14.7%	13.3%

## 기타 그래프

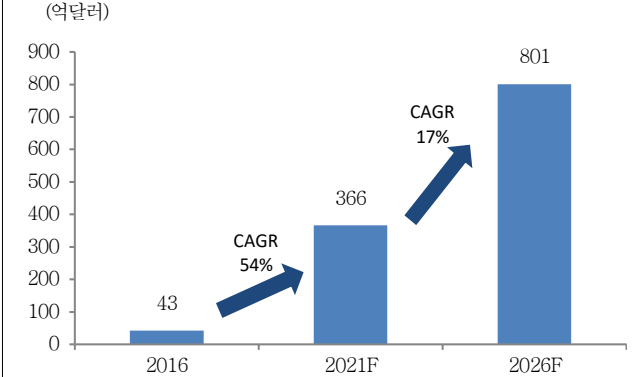
매출액 대비 재고자산 비율



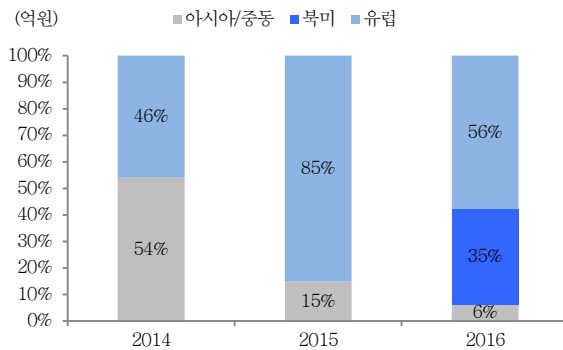
셀트리온 진입가능 시장 규모



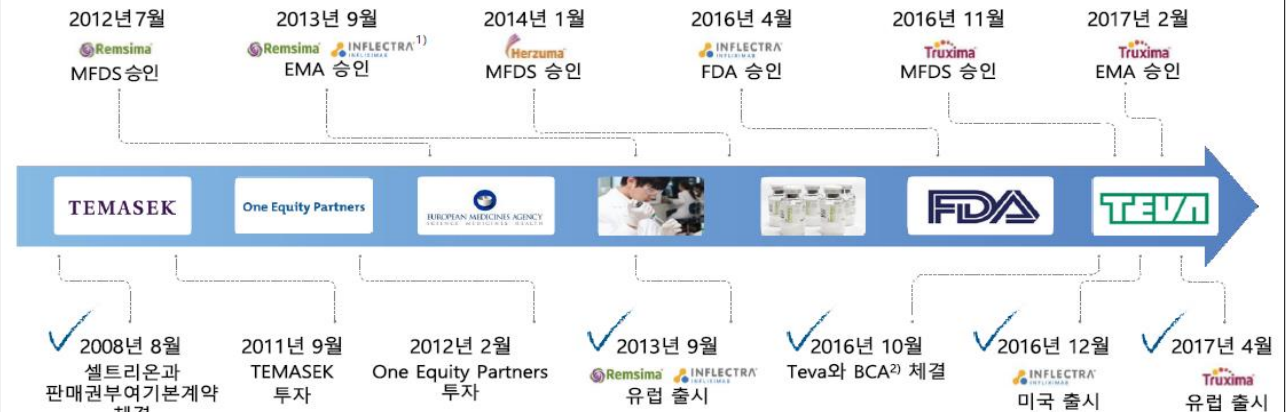
글로벌 바이오시밀러 시장 규모 전망



지역별 매출 비중



주요 연혁 및 기타 그래프



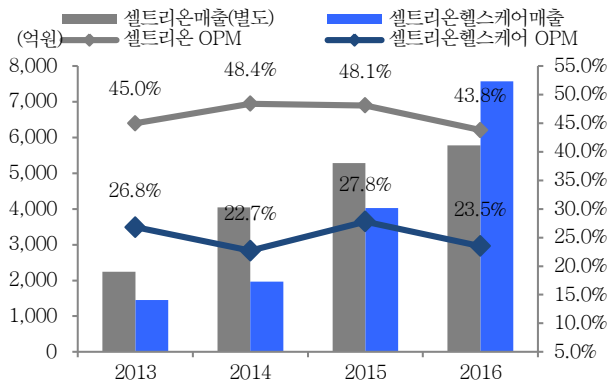
## 지배구조 관련

### 셀트리온 헬스케어 지배구조 및 매출액 추이

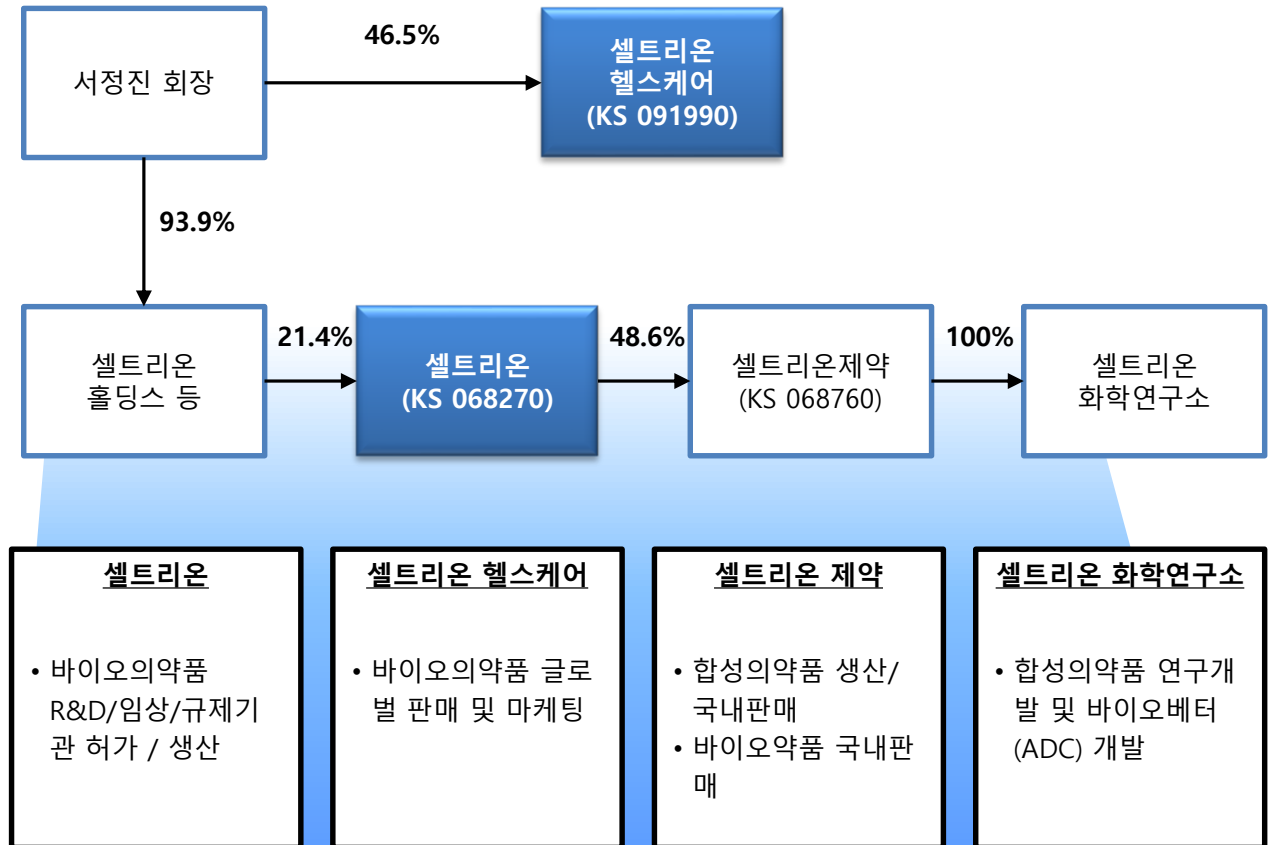
#### 셀트리온헬스케어 주주 구성

주주명	지분율(%)
서정진	46.47%
ONE EQUITY PARTNERS (JP모건 계열 PEF)	22.44%
OEP II PARTNERS CO-INVEST, L.P.	0.65%
ION INVESTMENT B.V. (테마섹 계열 펀드)	15.62%
페트라4호 사모투자전문회사 (IMM인베스트먼트)	4.27%
기타 주주	10.55%
합계	100.00%

### 셀트리온헬스케어와 셀트리온 이익분배



### 셀트리온 그룹사 지배구조



# 주력 파이프라인 가치 (1)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

램시마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 inflix	6.0%		11,119	11,786	37,479	39,727	42,111	44,638	47,316	50,155	53,164	56,354	59,735	63,319	67,119
Remicade	-13%	2014에서 20	5,630	5,893	29,983	29,796	29,478	29,015	28,390	27,585	26,582	28,177	29,868	31,660	33,559
Biosimilar			5,489	5,893	7,496	9,932	12,633	15,623	18,926	22,570	26,582	28,177	29,868	31,660	33,559
글로벌 infliximab 시장 점유율					SC제형 출시 후 전체 자가면역 시장 진출										
Remicade MS			51%	50%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	50%	50%	50%	50%
Biosimilar MS			49%	50%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	50%	50%	50%	50%
시달리 중 R 연도별 상이		2018년 이후	85%	80%	75%	70%	65%	65%	55%	55%	55%	50%	50%	45%	45%
경쟁 업체수			3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Remsima 글로벌 매출			4,665	4,714	5,622	6,952	8,212	10,155	10,410	12,413	14,620	14,089	14,934	14,247	15,102
셀트리온헬스	32%	셀트리온 및	1,507	1,523	1,816	2,246	2,652	3,280	3,362	4,010	4,722	4,551	4,824	4,602	4,878
EBIT	23%	5년치 평균	339	343	409	505	597	738	757	902	1,063	1,024	1,085	1,035	1,098
FCF	20%	법인세율(4년)	271	274	327	404	477	590	605	722	850	819	868	828	878
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			259	249	283	334	376	443	433	492	553	508	513	467	471
Net Present Value			5,380												
Terminal Va(FCF Y2030 * (1+Termin			5,303	특허만료				오리지날사	주요 경쟁사						
Total Value			10,684	미국	유럽			얀센	삼성바이오로직스						
할인율	100%		10,684	만료	만료				얀센						
원화환산	1,070		114,314												

트록시마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Ritux	7%		8,567	9,167	9,809	10,495	11,230	12,016	12,857	13,757	14,720	15,751	16,853	18,033	19,295
Rituxan	-13%	특허만료 후	5,664	4,928	4,287	3,730	3,245	2,823	2,456	2,137	1,859	1,617	1,407	1,224	1,065
Biosimilar			2,903	4,239	5,522	6,766	7,985	9,193	10,401	11,620	12,861	14,133	15,446	16,809	18,230
글로벌 Rituximab 시장점유율				미국판매											
Rituximab MS			66%	54%	44%	36%	29%	23%	19%	16%	13%	10%	8%	7%	6%
Biosimilar MS			34%	46%	56%	64%	71%	77%	81%	84%	87%	90%	92%	93%	94%
시달리 중 T 연도별 상이		2018년 이후	80%	70%	65%	60%	50%	45%	40%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
경쟁 업체수			2	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Truxima 글로벌 매출			2,323	2,968	3,589	4,059	3,993	4,137	4,160	4,067	4,501	4,947	5,406	5,883	6,381
셀트리온헬스	32%	셀트리온 및	750	959	1,159	1,311	1,290	1,336	1,344	1,314	1,454	1,598	1,746	1,900	2,061
EBIT	23%	5년치 평균	169	216	261	295	290	301	302	296	327	359	393	428	464
FCF	20%	법인세율(4년)	135	173	209	236	232	241	242	236	262	288	314	342	371
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta)	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			129	157	181	195	183	181	173	161	170	178	186	193	199
Net Present Value			2,285												
Terminal Va(FCF Y2030 * (1+Termin			2,241	특허만료				오리지날사	주요 경쟁사						
Total Value			4,525	미국	유럽			로슈	산도즈						
할인율	100%	허가단계	4,525	18.12	만료				삼성바이오로직스						
원화환산	1,070		48,423												

## 주력 파이프라인 가치 (2)

(주단위: 백만USD, 원화환산=억원)

허주마	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 Trastuzumab	6%		7,787	8,256	8,753	9,280	9,839	10,431	11,059	11,725	12,430	13,179	13,972	14,813	15,705
Herceptin	-13%	특허만료 후	5,244	4,562	3,969	3,453	3,004	2,614	2,274	1,978	1,721	1,497	1,303	1,133	986
Biosimilar			2,543	3,694	4,784	5,827	6,834	7,817	8,785	9,746	10,709	11,681	12,669	13,680	14,719
글로벌 Trastuzumab 시장점유율			유럽판매		미국판매										
Herceptin MS			67%	55%	45%	37%	31%	25%	21%	17%	14%	11%	9%	8%	6%
Biosimilar MS			33%	45%	55%	63%	69%	75%	79%	83%	86%	89%	91%	92%	94%
시알라 중 H 연도별 상이		2018년 이후	55%	50%	45%	40%	35%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	25%
경쟁 업체수			1	2	2	2	3	4	5	5	5	5	5	5	5
Herzuma 글로벌 매출			1,399	1,847	2,153	2,331	2,392	2,345	2,636	2,924	3,213	3,504	3,801	4,104	3,680
셀트리온헬스	32%	셀트리온 및	452	597	695	753	773	757	851	944	1,038	1,132	1,228	1,326	1,189
EBIT	23%	5년치 평균	102	134	156	169	174	170	192	212	233	255	276	298	267
FCF	20%	법인세율(4%	81	107	125	136	139	136	153	170	187	204	221	239	214
PV이자요소	4.9%	WACC (Beta	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			78	98	108	112	109	102	110	116	121	126	131	134	115
Net Present Value			1,460												
Terminal Va (FCF Y2030 * (1+Termin			1,292												
Total Value			2,753												
할인율	100%	임상3상 중	2,753												
원화환산	1,070		29,453												

특허만료	
미국	유럽
19.06	만료

오리지널사	주요 경쟁사
로슈	삼성바이오로직스

CT-P27	#	Note	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Target market			1,356	1,397	1,438	1,482	1,526	1,572	1,619	1,668	1,718	1,769	1,822	1,877	1,933
시장 성장률	3.00%														
시장점유율				2.00%	5.00%	8.00%	11.00%	14.00%	17.00%	20.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
예상매출액				27.9	71.9	118.5	167.9	220.0	275.2	333.5	395.0	406.9	419.1	431.7	444.6
개발 일정 및 특허 만료		허가 신청 판매													
EBIT	60%	신약 평균	-	17	43	71	101	132	165	200	237	244	251	259	267
FCF	20%	법인세율(4%	-	13	35	57	81	106	132	160	190	195	201	207	213
PV이자요소	4.9%	15년 WAC	95%	91%	87%	83%	79%	75%	72%	68%	65%	62%	59%	56%	54%
PV			-	12	30	47	63	79	95	109	123	121	119	117	115
Net Present Value			1,030												
Terminal V (FCF Y2030 * (1+Tern			1,289												
Total Value			2,319												
할인율	28%		649												
원화환산	1,070		6,948												

- **요약:** (1) 산업 전반적으로 높은 성장이 유지가 되며 (2) 고가의 의약품 신규 개발과 동시에 적응증이 확대되고 있으며 (3) 기술수출 가능성 및 신규기전 허가 등을 고려하며 섹터 투자심리는 양호하게 이어질 것으로 판단됩니다.

*Thank You*



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY