

2017. 7. 27



▲ 제약/바이오

Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

셀트리온(068270)	Buy	150,000원
--------------	-----	----------

관심종목

셀트리온헬스케어	Not Rated(상장예정)
----------	-----------------

제약/바이오

국내 최초 글로벌 블록버스터 탄생 임박

- ✓ '16년 글로벌 바이오시밀러 시장 14억 달러 기록
- ✓ 전 세계 시장의 62%를 차지하는 미국 시장 진출에 따른 폭발적 성장 전망
- ✓ 경쟁에 따른 가격 하락은 수요 증가 및 점유율 상승을 불러옴
- ✓ 원가경쟁력 높은 국내 바이오시밀러 업체에 유리한 구조
- ✓ 제약/바이오 업종 투자 의견 Overweight 유지

성장기에 접어든 바이오시밀러 시장

바이오시밀러 시장은 '12년 5억 달러에서 약 300% 성장하여 '16년 14억 달러 규모로 성장했다. 전 세계 바이오의약품 시장 점유율 25%에 불과한 유럽시장의 본격 확대에 따른 것이다. 시장의 62%를 차지하는 미국시장에서 본격적인 판매가 시작되는 '18년부터는 지금까지의 추세를 압도하는 성장세가 시작될 전망이다.

가격 하락은 수요 증가와 점유율 상승을 낳는다

최근 삼성바이오에피스/머크 진영의 파격적인 가격 할인 소식에 시장 규모 축소에 대한 우려가 불거져 나오고 있는 상황이다. 그러나 유럽 시장의 사례를 통해서 분석해본 결과 가격 하락은 전체 시장 규모의 축소를 초래할 수는 있지만, 바이오시밀러가 점유하는 시장에 타격을 주지 않는다. 원가 경쟁력이 있는 업체가 강점을 살려 나갈 수 있는 구조다. 국내 바이오시밀러 개발 업체인 셀트리온과 삼성바이오에피스는 각각 오랜 판매 경험을 통한 생산 노하우 축적, 획기적인 개발 시간 단축 등을 통해 글로벌 대비 높은 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 국내 바이오시밀러 산업이 글로벌 리더가 될 수 있는 이유다.

셀트리온, 셀트리온헬스케어: First to market advantage

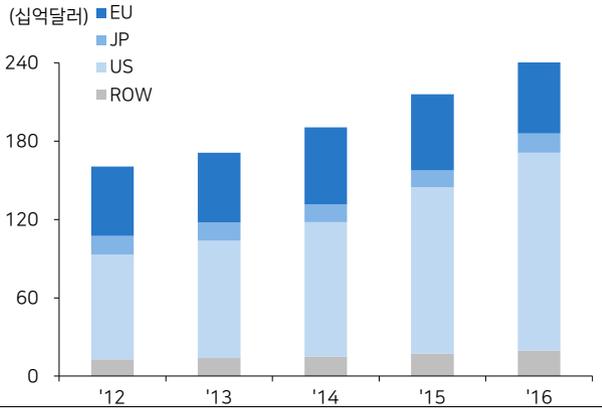
시장을 앞서 내다본 셀트리온의 선도적인 투자, 이에 파생되는 리스크에 투자한 셀트리온헬스케어의 과감한 판단 결과 두 회사는 First mover로서의 시장 지위를 확보하며 국내 최초 글로벌 블록버스터 의약품(매출액 10억달러) 배출이라는 기념비적인 성과 달성을 눈앞에 두고 있다.

제약/바이오 업종 투자 의견 Overweight 유지

제약/바이오 업종에 대한 투자 의견을 Overweight으로 유지하며 바이오 업종 최선 호주로 셀트리온(068270)을 추천한다.

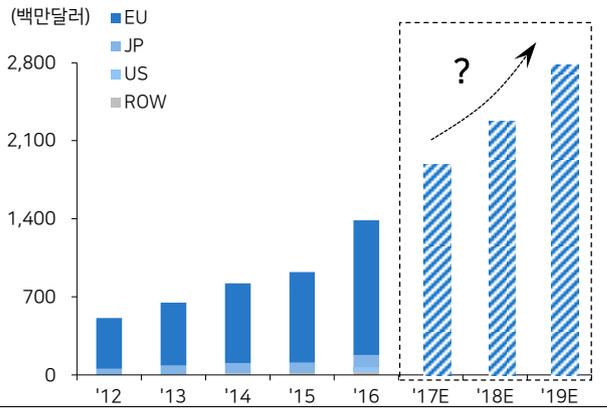
Key Chart

그림1 '16년 세계 바이오의약품 시장 2,280억 달러



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 '16년 바이오시밀러 시장 14억 달러. 그 다음은?



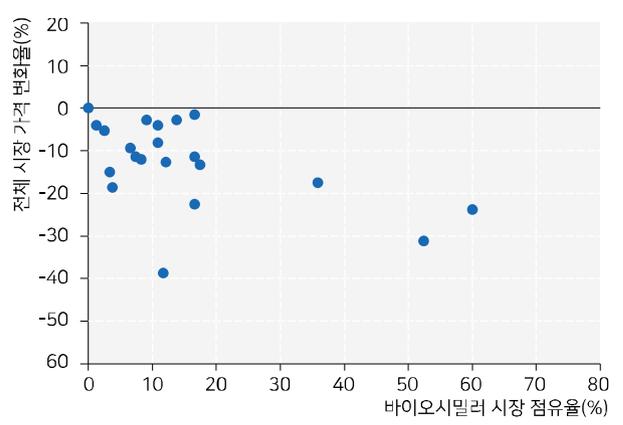
자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국가별 가격, 수량 및 점유율 현황

출시 국가	바이오시밀러 최초 판매 시점	오리지널+시밀러 평균 가격 인하율(%)	오리지널+시밀러 판매 수량 증가율(%)	바이오시밀러 점유율(%)
노르웨이	'13	-48	48	82
핀란드	'13	-24	47	61
스페인	'15	-20	16	19
프랑스	'15	-16	22	14
체코	'13	-14	51	2
독일	'15	-6	18	17
영국	'15	-6	12	33
이탈리아	'15	-6	4	20
EU		-13	19	24

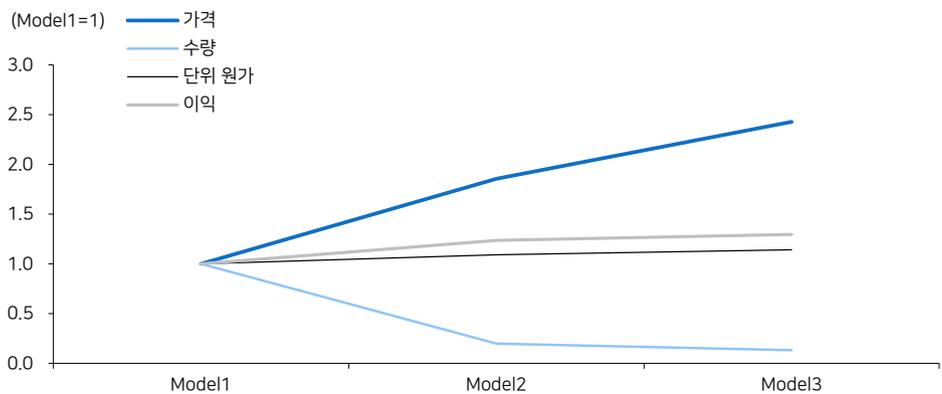
자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 가격 인하율과 점유율과의 상관 관계



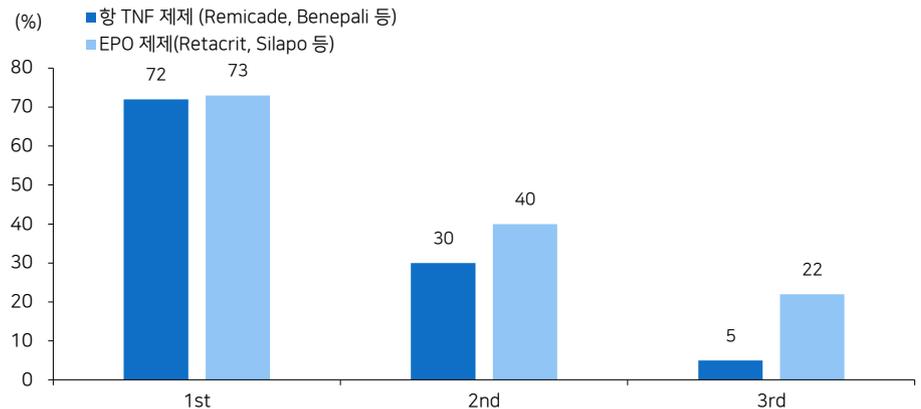
자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Model1의 각 값을 1로 보았을 때 Model별 상대 값



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 시장 진입 순서에 따른 전체 국가 평균 시장 점유율



자료: QuintilesIMS, 메리츠중금증권 리서치센터

표2 Remicade 바이오시밀러 개발 현황

	US	EU
1st	'16.12 출시	'14.02 출시
2nd	'17.4 허가 1위와의 격차 = 약 7개월	'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
3rd	'17.5 허가접수 1위와의 격차 = 1년 이상	

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표3 Rituxan 바이오시밀러 개발 현황

	US	EU
1st	'17.6 허가 신청	'17.4 출시
2nd		'17.7 출시 1위와의 격차 = 3개월
3rd		

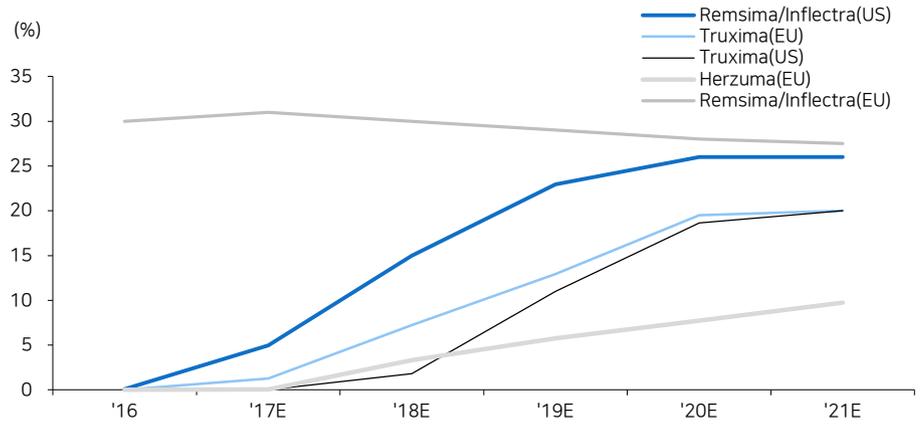
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표4 Herceptin 바이오시밀러 개발 현황

	US	EU
1st	'17.7 FDA 긍정의견	'16.9 허가접수
2nd		'16.10 허가접수
3rd		'17.3 허가접수

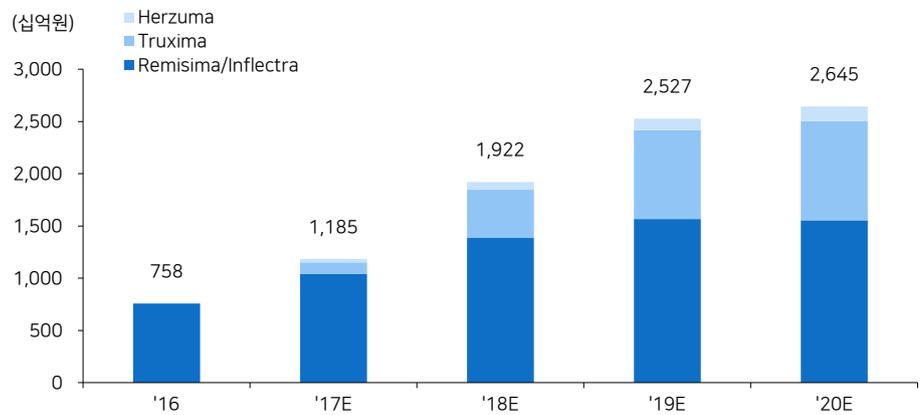
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림6 제품별 시장 점유율 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

그림7 셀트리온헬스케어의 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

1. 성장기에 접어든 바이osi밀러 시장

10년간 사용해보니 문제없음

가능성(Possibility)의 영역에서 정량화(Quantification)의 영역으로

유럽시장에 바이osi밀러가 진출한지 10년이 지났다. 지난 5월 EMA는 헬스케어 전문가들을 대상으로 가이드라인을 발간했다. 10년간 추적 관찰해온 결과 EMA가 허가한 바이osi밀러는 문제가 없었다는 내용이였다. 또한 의약품시장조사분석 기관인 QuintilesIMS는 10년간의 바이osi밀러 사용 경과에 대해 다음과 같이 정리했다.

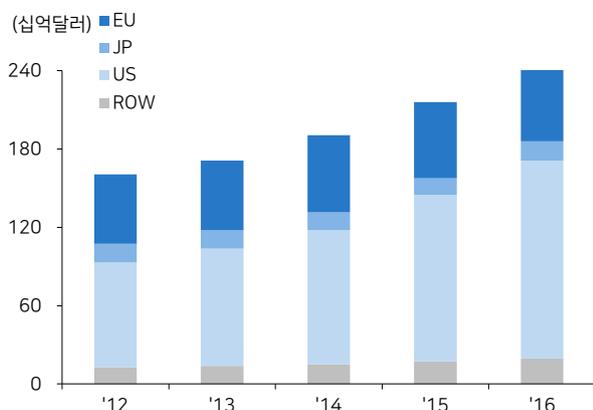
- 바이osi밀러는 안전하며, 오리지널 제품과 동등한 효과를 보인다.
- 기존 화학의약품과는 다른 부작용 관리 시스템이 필요하다.
- 기존 의약품에서 변경(Switching) 가능하다. 그러나 이에 대해 이해관계자들은 아직 준비되지 않았다(not ready for substitution).
- 병원 환경(정맥 주사 제형)이 더욱 높은 수용률을 보였다.
- 보험자(Payer)들의 자원 절약(material savings) 가능성을 확인했다.

그 동안 바이osi밀러 시장은 '12년 5억 달러에서 약 300% 성장하여 '16년 14억 달러 규모로 성장했다. 이는 전 세계 바이오의약품 시장의 25%에 불과한 유럽 시장의 본격적인 확대에 따른 것이다. 시장의 62%를 차지하는 미국시장에서 본격적인 판매가 시작되는 '18년부터는 지금까지의 추세를 압도하는 성장세가 시작될 전망이다.

Price, Quantity의 영역으로

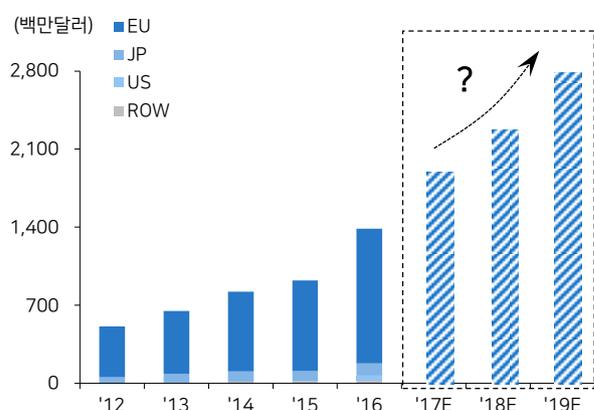
이제 바이osi밀러 시장은 가/부(Possible/Impossible) 여부를 따지는 가능성(Possibility)의 영역에서 '얼마(Price)에 얼마만큼(Quantity) 팔 수 있는가?' 를 따져보는 정량화(Quantification)의 영역에 접어들었다.

그림8 '16년 전 세계 바이오의약품 시장 2,280억 달러



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 '16년 바이osi밀러 시장 14억 달러. 그 다음은?



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권 리서치센터

가속화 되고 있는 Originator의 추락

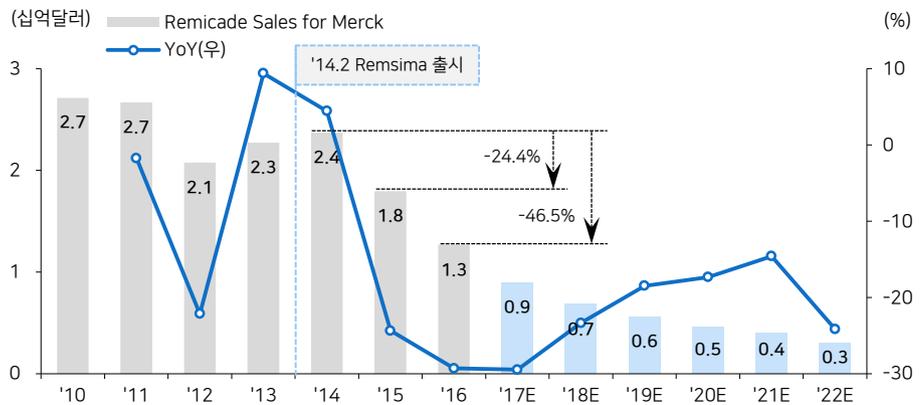
2년간 -11억달러

주요 바이오의약품 시장인 항체의약품 분야에서 첫 번째 바이오시밀러를 맞이한 Merck는 고전을 면치 못하고 있다. Remicade의 유럽 판매를 담당하고 있는 Merck가 인식하는 매출은 '14년 24억달러를 정점으로 '15년과 '16년에 각각 18억달러, 13억달러를 기록했다. 향후에도 이러한 추세는 지속되어 '20년 유럽의 Remicade 매출은 5억달러에 그칠 전망이다.

유럽시장 보다 빠른
미국시장의 매출 하락세

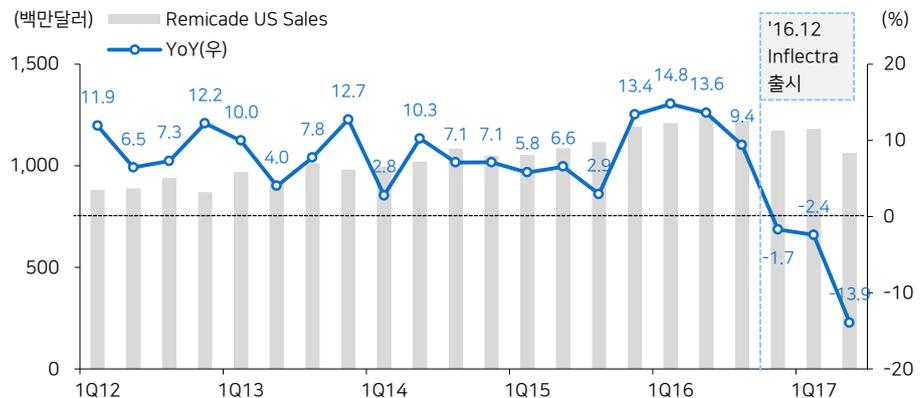
미국시장에서도 Originator의 점유율 하락이 시작됐다. 분기마다 최소 +2.8%, 많게는 +14.8%까지 성장해오던 Remicade의 매출액은 분기말인 '16년 12월 Inflectra(램시마의 미국 브랜드명)가 출시된 '16년 4분기 -1.4%의 역성장을 시작으로 지난 2분기에는 전년 동기 대비 -13.9% 하락한 10억 6,400만달러를 기록했다. 이러한 추세가 유지된다면 '14년 2월 램시마의 출시에도 불구하고 오리지널의 매출이 소폭 성장했던 유럽과는 달리 미국시장은 빠른 침투율을 보일 가능성이 높다.

그림10 Remicade의 유럽 매출 추이 및 전망



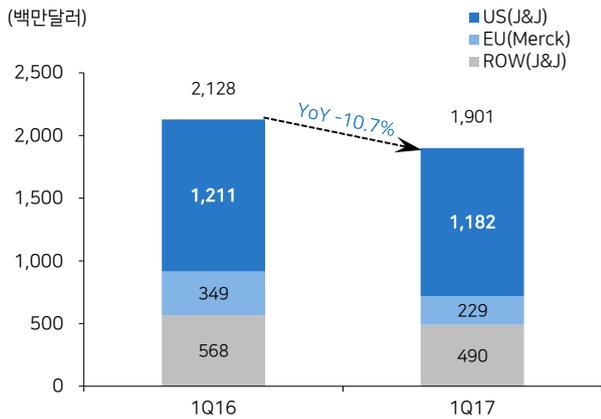
자료: Merck, Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 바이오시밀러 출시이전 분기 평균 8%씩 성장하던 미국 매출 역 성장 전환



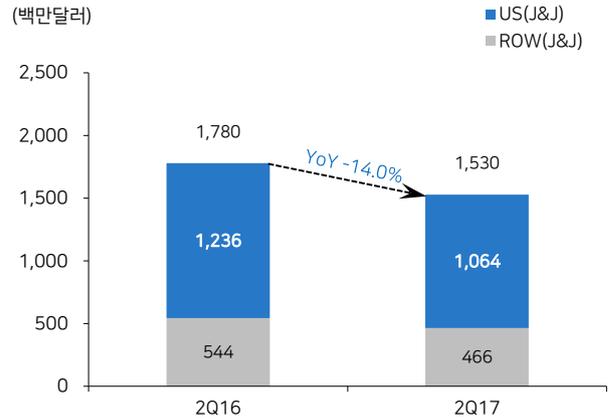
자료: J&J, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 1Q17 Remicade의 글로벌 매출



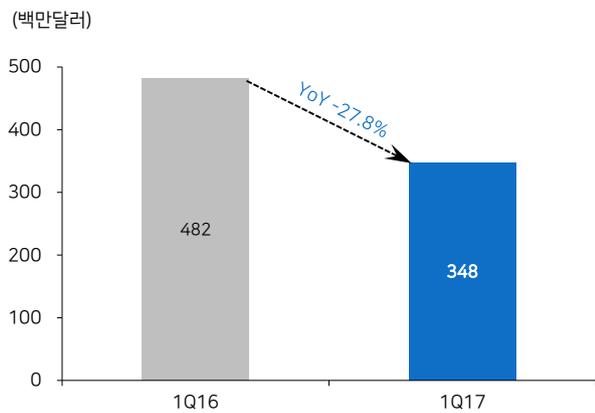
자료: J&J, Merck, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 2Q17 Remicade의 매출



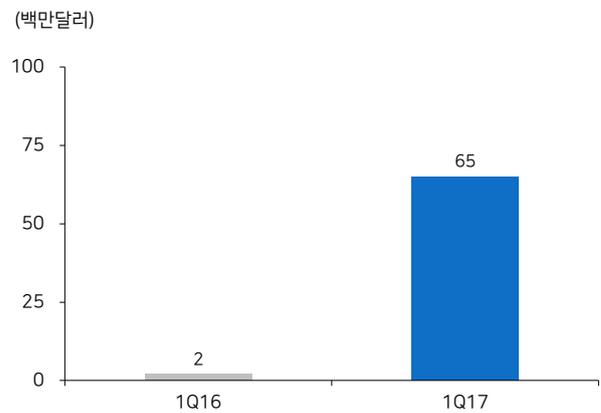
자료: J&J, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 1Q17 Enbrel의 EU 매출



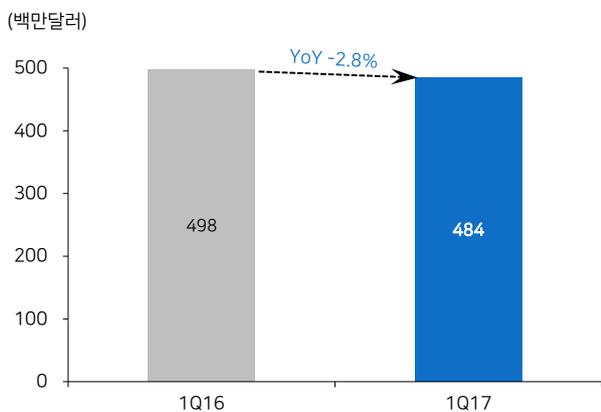
자료: Pfizer, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 1Q17 Benepali(Biogen/Samsung)의 EU 매출



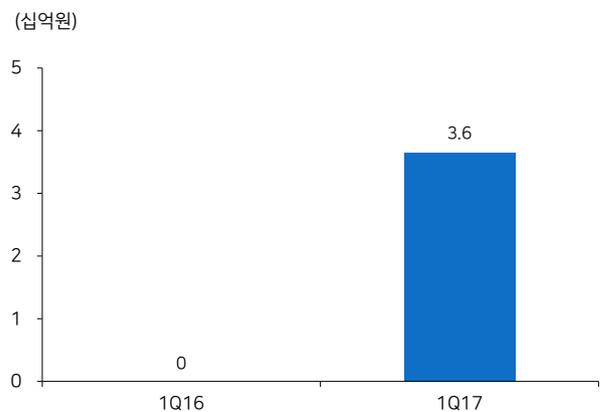
주: '16.2 출시
자료: Biogen, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 1Q17 Rituxan의 EU 매출



자료: Roche, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 1Q17 Truxima(Celtrion)의 EU 매출



주: '17.4 출시, 셀트리온헬스케어의 매출기준
자료: 전자공시시스템 메리츠종금증권 리서치센터

'같지 않음'에 대한 인식 개선 및 경제적 이점 확인에 따른 결과

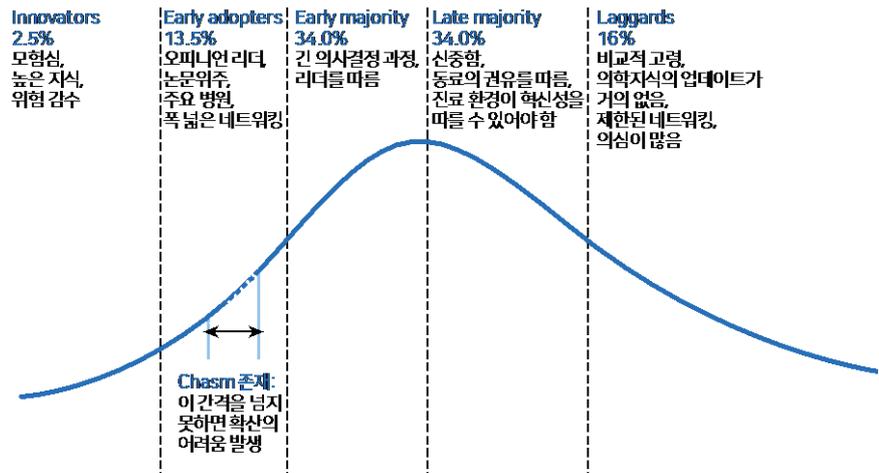
Real-World Data가 처방을 이끌

이는 유럽시장을 통해 입증된 안정성 및 유효성 때문이다. 처음 바이오시밀러 출시 당시 대부분의 의사들이 처방을 보류한 상태 였다면 현재는 다수의 의사들에 의해 처방되어 100%에 가까운 점유율을 나타내고 있는 국가도 있다. 이들의 처방에 따라 축적된 다양한 Real-World Data 역시 관련 학회를 통해 활발하게 공유되고 있다. 이는 처음 사용하고자 하는 의사들의 의사결정에 큰 영향을 미친다.

경제적 이점은 보험자에게 큰 매력 포인트

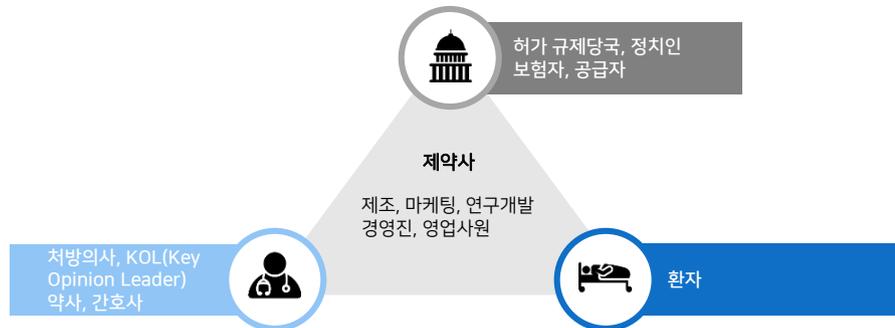
뿐만 아니라 바이오시밀러 사용에 따른 경제적 이점에 대한 분석이 발표되기 시작하면서 의약품 산업의 주요 이해관계자중 하나인 보험자들의 태도 역시 달라지고 있다. 일례로 Health Canada는 Infiximab 바이오시밀러의 도입을 통해 2018년에 최소 9,100만 캐나다 달러에서 최대 5억 1,400만 캐나다 달러의 비용 절감을 기대할 수 있다는 분석결과를 발표하기도 했다.

그림18 Real-World Data는 다수의 처방의들의 마음을 움직이게하는 중요한 요소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 의약품 산업의 주요 이해관계자(Stakeholder)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. 점유율 쟁탈 전쟁의 서막

삼성/머크 진영의 전략은
파격적인 가격 할인

삼성바이오에피스/머크 진영의 선전포고

지난 7월 24일 삼성바이오에피스의 미국 파트너사인 머크는 레미케이드 바이오시밀러인 렌플렉시스의 출시를 선언했다. 출시 가격은 오리지널 가격에서 35%할인한 753.4달러, 셀트리온의 파트너인 화이자는 인플렉트라를 현재 이보다 192.9달러 비싼 946.3달러에 판매하고 있다. 세계 1위 시장에서의 가격 전쟁이 시작됐다.

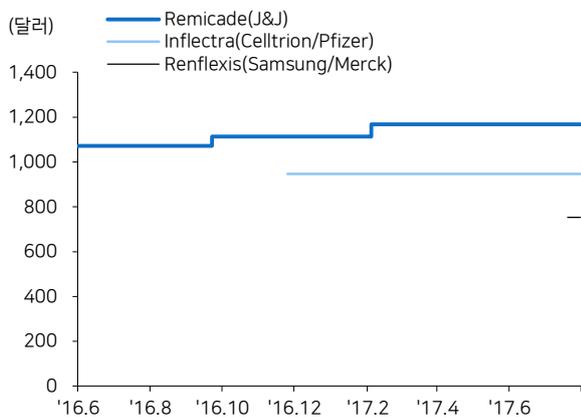
치킨 게임의 시작인가?

현재 셀트리온/화이자 진영이 이에 대해서 어떤 대응을 펼쳐나갈 지에 대해서는 알려지지 않았다. 다음과 같은 3가지 상황을 가정해 볼 수 있다. 1) 가격 유지 혹은 소폭 할인, 2) 렌플렉시스와 동일 한 수준으로 할인, 3) 렌플렉시스보다 낮은 수준으로 할인 등이다. 1)번 가정의 경우 유럽시장에서의 오랜 판매 결과 축적된 Data에 대한 자신감의 표현일 것이며, 2), 3)번의 경우 시장의 예상보다 빠르게 가격 경쟁이 전개되는 것으로 이에 대한 많은 논란이 예상된다. 특히 가격 인하에 따른 시장 규모 축소에 대한 우려가 반영될 수 있다. 그런데 정말 가격이 인하되면 시장 규모가 작아질까?

제품명(판매사/파트너사)	평균 도매 취득가(달러)	vs Remicade(%)	vs Inflectra(%)	vs Remicade(달러)	vs Inflectra(달러)
Remicade(J&J)	1,167.8	100	-	-	-
Inflectra(Celltrion/Pfizer)	946.3	81.0	-	221.5	-
Renflexis(Samsung/Merck)	753.4	64.5	79.6	414.4	192.9

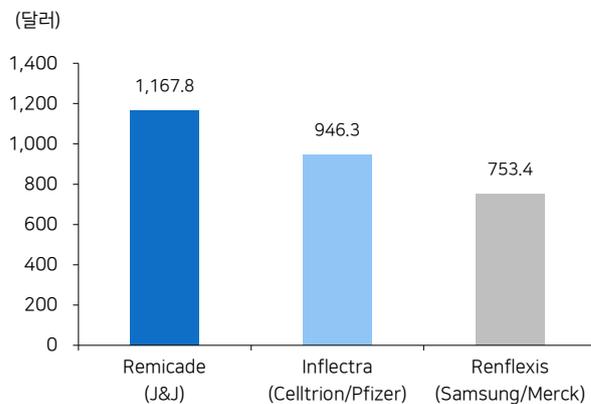
주: WAC(Wholesale Acquisition Cost) 가격=도매취득가
자료: Bloomberg, SamsungBioepis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 미국 Infliximab 시장 WAC가격 추이



자료: Bloomberg, SamsungBioepis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 출시 회사별 도매취득가



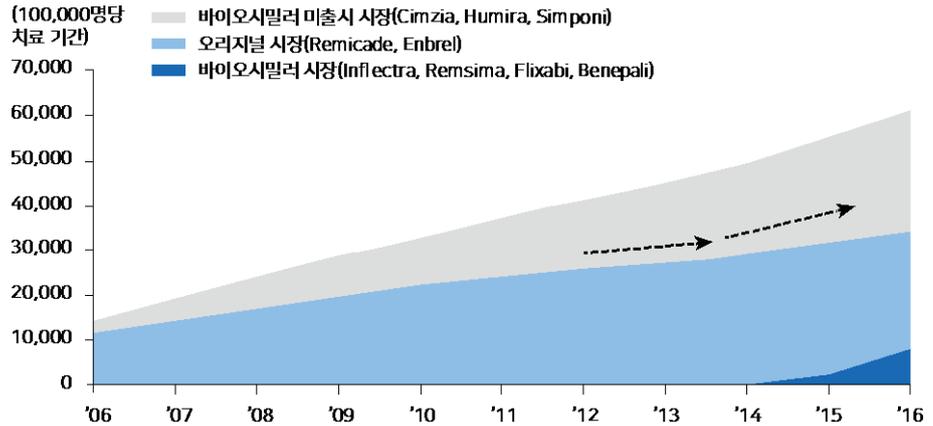
자료: Bloomberg, SamsungBioepis, 메리츠증권증권 리서치센터

가격을 내리면 수요뿐만 아니라
점유율도 상승

가격, 점유율 그리고 제3의 변수 → 가격 인하에 따른 Q의 증가

바이오시밀러의 매출도 결국 P와 Q의 함수이다. 이 둘이 독립적인 변수가 아니고 서로 영향을 주고 있는 점은 유럽시장 판매 경험을 통해 확인할 수 있다. QuintilesIMS가 최근 2016년 까지의 유럽 바이오시밀러 경쟁 현황을 정리한 보고서에 따르면, 바이오의약품 시장의 전체 판매수량은 바이오시밀러 출시 이후 이전 보다는 더 빠른 수준으로 성장한다. 가격을 더 많이 할인한 경우 더 높은 수량 증가가 나타난다. 이를 이용하여 다음과 같은 3가지 사례를 가정해 보았다.

그림22 유럽 TNF-alpha 저해제 판매량 추이



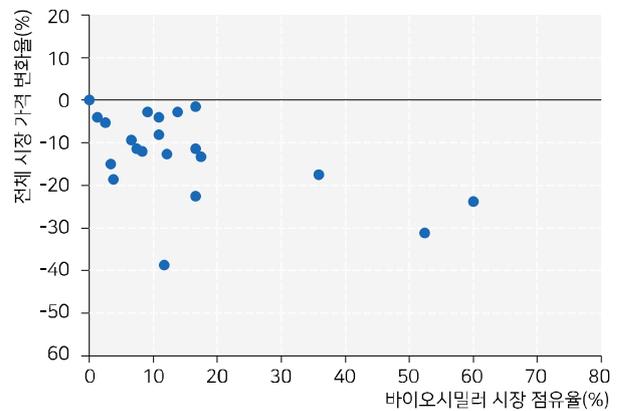
자료: QuintilesIMS, 메리츠증권리서치센터

표6 국가별 가격, 수량 및 점유율 현황

출시 국가	바이오시밀러 최초 판매 시점	오리지널+시밀러 평균 가격 인하율(%)	오리지널+시밀러 판매 수량 증가율(%)	바이오시밀러 점유율(%)
노르웨이	'13	-48	48	82
핀란드	'13	-24	47	61
스페인	'15	-20	16	19
프랑스	'15	-16	22	14
체코	'13	-14	51	2
독일	'15	-6	18	17
영국	'15	-6	12	33
이탈리아	'15	-6	4	20
EU		-13	19	24

자료: QuintilesIMS, 메리츠증권리서치센터

그림23 가격 인하율과 점유율과의 상관 관계



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권리서치센터

Model1: 바이오시밀러가 크게 시장 가격을 낮춘 경우

주요 가정

오리지널:-25%/시밀러:-65%할인
 바이오시밀러의 수량 점유율 80%

노르웨이의 경우 정부가 적극적으로 바이오시밀러의 도입을 장려했다. 스위칭에 대한 거부감이 있었던 당시 NOR-Switch 임상을 지원하며 이에 대한 임상적 근거를 쌓기 위한 투자를 집행한 것을 통해서도 알 수 있다. 노르웨이에서의 바이오시밀러 가격은 오리지널 대비 매우 낮은 수준으로 시밀러 도입 이후 계열 약제 가격이 -48% 까지 떨어졌다. 때문에 바이오시밀러는 빠르게 시장에 진입해 점유율 82%를 달성했다. 판매량도 급격히 증가하여 바이오시밀러 도입 전보다 48% 증가했다.

이를 이용하여 아래 <표 7>과 같은 가정을 도출해 내고 시장 규모의 변화를 추정해 보았다. 본 모델에 따르면 가격이 하락함에 따라 시장규모도 축소 되지만 그에 따라 사용자가 늘어나고 점유율도 확대된다. 바이오시밀러의 낮은 가격 탓에 수량 기준 점유율이 증가할수록 전체 시장규모는 작아진다. 그럼에도 기본적인 점유율이 높아 결과적으로 매출액 기준 기존 시장의 절반 이상을 차지한다. 만일 바이오시밀러 출시 이전 시장 전체 크기가 1조원 이었다면, 출시 이후 바이오시밀러는 약 5,200억원의 매출을 기록한다.

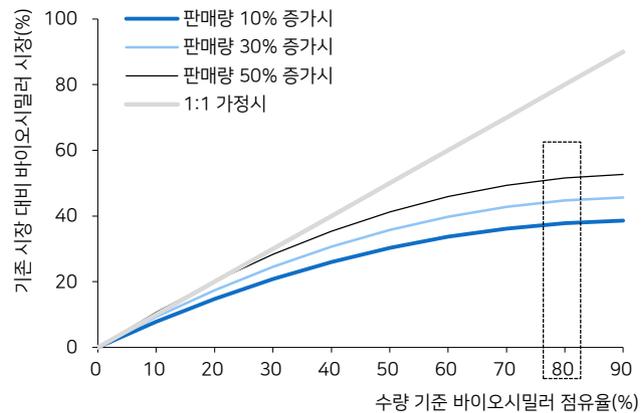
표7 노르웨이 사례를 이용한 주요 가정

	평균 가격	오리지널 가격	바이오시밀러 가격	판매 수량	시장 규모	바이오시밀러 시장 점유(%)
바이오시밀러 진입 전	1	1	0	1	1	0
바이오시밀러 진입 후	0.55	0.75	0.35	1.5	0.65	0.52
변화율(%)	-45	-25	-65	+50	-35	+52

자료: QuinliesIMS, 메리츠중금증권 리서치센터

표8 판매량 증가, 수량 기준 시장 점유율에 따른 바이오시밀러 매출 변화 추이

시밀러 점유율(%)	Volume 증가 (%)							
	0	10	20	30	40	50	60	70
0	0.75	0.83	0.90	0.98	1.05	1.13	1.20	1.28
10	0.71	0.78	0.85	0.92	0.99	1.07	1.14	1.21
20	0.67	0.74	0.80	0.87	0.94	1.01	1.07	1.14
30	0.63	0.69	0.76	0.82	0.88	0.95	1.01	1.07
40	0.59	0.65	0.71	0.77	0.83	0.89	0.94	1.00
50	0.55	0.61	0.66	0.72	0.77	0.83	0.88	0.94
60	0.51	0.56	0.61	0.66	0.71	0.77	0.82	0.87
70	0.47	0.52	0.56	0.61	0.66	0.71	0.75	0.80
80	0.43	0.47	0.52	0.56	0.60	0.65	0.69	0.73
90	0.39	0.43	0.47	0.51	0.55	0.59	0.62	0.66



자료: 메리츠중금증권 리서치센터

Model2: 오리지널=가격 유지, 바이오시밀러=35% 할인

주요 가정

오리지널:0%/시밀러:-65%할인
 바이오시밀러의 수량 점유율 20%

프랑스는 모든 면에서 중간 수준의 변화를 보였다. 바이오시밀러 가격은 오리지널 대비 약 30% 낮은 수준으로 시밀러 도입 이후 계열 약제 가격이 -16% 까지 하락했다. 바이오시밀러는 천천히 시장을 잠식해 나가며 출시 후 약 20개월이 지난 시점에서 점유율 14%를 달성했다. 시장 전체 판매량도 서서히 증가하여 바이오시밀러 도입 전보다 22% 증가했다.

이를 이용하여 아래 <표 9>과 같은 가정을 도출해 내고 시장 규모의 변화를 추정해 보았다. 본 모델에 따르면 바이오시밀러의 출시 이후 수량기준 점유율과 기존 시장 대비 시밀러의 시장 규모가 비슷한 수준에서 움직인다. 바이오시밀러 출시 이전 시장 전체 크기가 1조원 이었다면, 출시 1년 이후의 시장 크기는 1조 1,200 억원으로 성장하고 이중 바이오시밀러는 2,200억원의 시장을 차지한다.

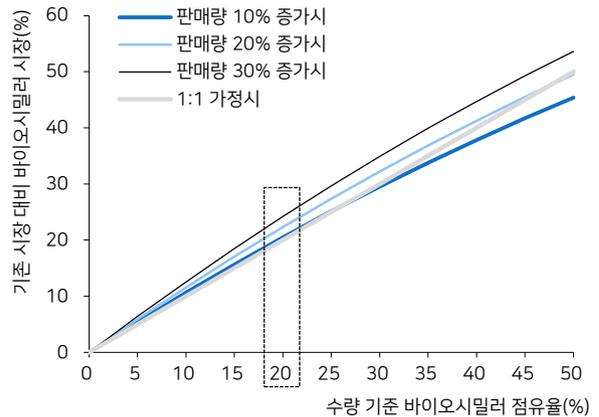
표9 프랑스의 사례를 이용한 주요 가정

	평균 가격	오리지널 가격	바이오시밀러 가격	판매 수량	시장 규모	바이오시밀러 시장 점유
바이오시밀러 진입 전	1	1	0	1	1	0
바이오시밀러 진입 후	0.83	1	0.65	1.2	1.12	0.22
변화율(%)	-17	0	-35	+20	+12	+22

자료: QuinliesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 판매량 증가, 수량 기준 시장 점유율에 따른 바이오시밀러 매출 변화 추이

시밀러 점유율(%)	Volume 증가 (%)							
	0	5	10	15	20	25	30	35
0	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35
5	0.98	1.03	1.08	1.13	1.18	1.23	1.28	1.33
10	0.97	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.25	1.30
15	0.95	0.99	1.04	1.09	1.14	1.18	1.23	1.28
20	0.93	0.98	1.02	1.07	1.12	1.16	1.21	1.26
25	0.91	0.96	1.00	1.05	1.10	1.14	1.19	1.23
30	0.90	0.94	0.98	1.03	1.07	1.12	1.16	1.21
35	0.88	0.92	0.97	1.01	1.05	1.10	1.14	1.18
40	0.86	0.90	0.95	0.99	1.03	1.08	1.12	1.16
45	0.84	0.88	0.93	0.97	1.01	1.05	1.10	1.14
50	0.83	0.87	0.91	0.95	0.99	1.03	1.07	1.11



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Model3: 바이오시밀러의 소극적 할인

주요 가정
 오리지널:+5%/시밀러:-15%변동
 바이오시밀러의 수량 점유율 15%

독일 시장의 경우 바이오시밀러의 도입이 시장 전체의 가격 하락을 유도하지 못했다. 계열 약재의 가격 하락폭은 -6% 수준에 머물렀다. 그럼에도 바이오시밀러의 점유율은 +17%를 기록하였으며, 판매량도 도입 전보다 +18% 증가했다.

이를 이용하여 아래 <표 11>와 같은 가정을 도출해 내고 시장 규모의 변화를 추정해 보았다. 이전 모델과의 차이점을 두기 위해 바이오시밀러의 수량 기준 점유율은 +15%, 판매량의 증가폭은 +10%를 가정했다. 본 모델에 따르면 바이오시밀러의 출시 이후 수량기준 점유율보다 기존 시장 대비 시밀러의 시장 규모가 약간 높은 준에서 움직인다. 바이오시밀러 출시 이전 시장 전체 크기가 1조원 이었다면, 출시 1년 이후의 시장 크기는 1조 1,200억원으로 성장하고 바이오시밀러는 1,680억원의 시장을 차지한다.

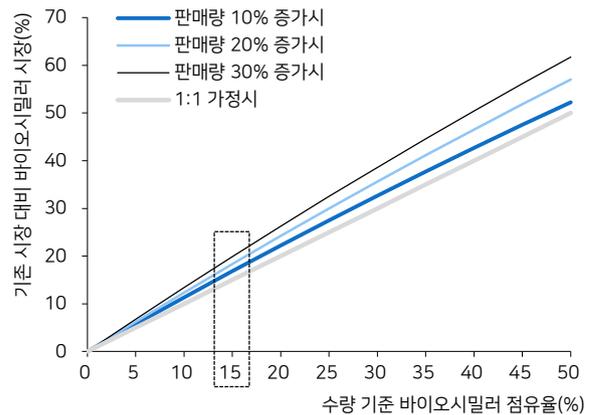
표11 독일의 사례를 이용한 주요 가정

	평균 가격	오리지널 가격	바이오시밀러 가격	판매 수량	시장 규모	바이오시밀러 시장 점유
바이오시밀러 진입 전	1	1	0	1	1	0
바이오시밀러 진입 후	0.95	1.05	0.85	1.1	1.12	0.17
변화율(%)	-5	5	-15	+10	+12	+17

자료: QuinliesMS, 메리츠중금증권 리서치센터

표12 판매량 증가, 수량 기준 시장 점유율에 따른 바이오시밀러 매출 변화 추이

시밀러 점유율(%)	Volume 증가 (%)							
	0	5	10	15	20	25	30	35
0	1.05	1.10	1.16	1.21	1.26	1.31	1.37	1.42
5	1.04	1.09	1.14	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40
10	1.03	1.08	1.13	1.18	1.24	1.29	1.34	1.39
15	1.02	1.07	1.12	1.17	1.22	1.28	1.33	1.38
20	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.26	1.31	1.36
25	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35
30	0.99	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34
35	0.98	1.03	1.08	1.13	1.18	1.23	1.27	1.32
40	0.97	1.02	1.07	1.12	1.16	1.21	1.26	1.31
45	0.96	1.01	1.06	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30
50	0.95	1.00	1.05	1.09	1.14	1.19	1.24	1.28



자료: 메리츠중금증권 리서치센터

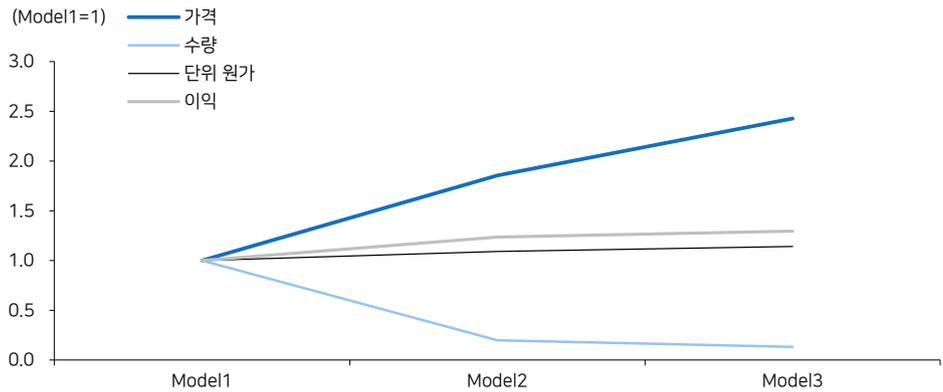
Risk vs Benefit 고려한
가격정책 필요

가격하락 ≠ 바이오시밀러 시장 규모 축소

유럽의 사례를 통해 추정된 바에 의하면 바이오시밀러가 출시된 시장에서 가격의 하락은 전체 시장 규모의 축소를 초래할 수는 있지만, 바이오시밀러가 점유하는 시장의 규모에 타격을 주지는 않는다. 오히려 가격 하락폭이 큰 경우 더 높은 시장 점유율과 판매량 증가가 발생하여 결과적으로 기존 시장의 50%이상을 차지할 수도 있다.

결국 원가 경쟁력이 있는 업체가 강점을 살려 나갈 수 있는 구조다. 국내 바이오시밀러 개발 업체인 셀트리온과 삼성바이오에피스는 각각 오랜 판매 경험을 통한 생산 노하우 축적, 획기적인 개발 시간 단축 등을 통해 글로벌 대비 높은 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 국내 바이오시밀러 산업의 글로벌 진출이 기대되는 이유다.

그림24 Model1의 각 값을 1로 보았을 때 Model별 상대 값



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3. 주요 바이오시밀러 개발 현황

1) Remicade biosimilar

표13 Remicade 바이오시밀러 개발 현황

	US		EU	
1st		'16.12 출시		'14.02 출시
2nd		'17.7 출시 1위와의 격차 = 약 7개월		'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
3rd		'17.5 허가접수 1위와의 격차 = 1년 이상		

자료: 메리츠중금증권 리서치센터

표14 임상단계 제품의 개발 진행 상황

	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Aprogen	Nichi-iko	GS-071	'17.3	'19.2	NCT02990806
	Amgen	Allergan	ABP710	'16.10	'19.1	NCT02937701

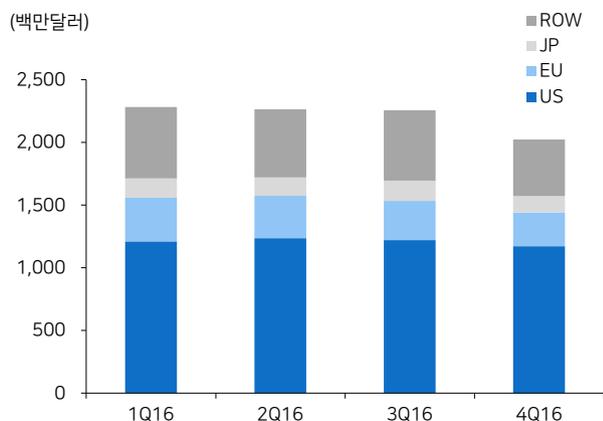
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표15 허가단계 제품의 개발 진행 상황

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
EU	Celltrion	CelltrionHC	Remsima/Inflectra					'14.2	
	Samsung Bioepis	Biogen	Flixabi/Renflexis					'16.9	
	Pfizer	Sandoz	GP-1111		'17.5				
US	Celltrion	CelltrionHC	Remsima/Inflectra					'16.12	
	Samsung Bioepis	Merck	Flixabi/Renflexis					'17.7	

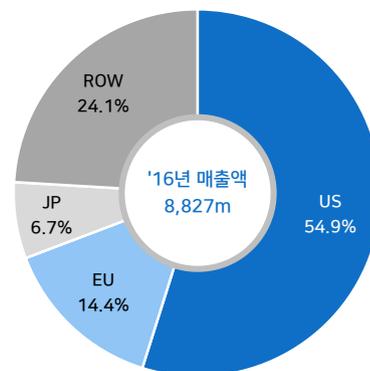
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림25 Remicade의 2016년 분기별 매출



자료: J&J, Merck, 메리츠중금증권 리서치센터

그림26 Remicade의 국가별 매출 분포



자료: J&J, Merck, 메리츠중금증권 리서치센터

2) Enbrel biosimilar

표16 Enbrel 바이오시밀러 개발 현황

	US		EU	
1st		'16.8 허가		'16.2 출시
2nd		허가 신청 전 1위와의 격차 = 1년 이상		'17.7 출시 1위와의 격차 = 17개월 이상
3rd				2H17 허가 신청 목표 1위와의 격차 = 2년 이상

자료: 메리츠중금증권 리서치센터

표17 임상단계 제품의 개발 진행 상황

	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Coherus		CHS-214		다수의 3상 완료	- 파트너사였던 사이어, 다이이찌산쿄 권리 반환 - 2H17 EU 허가신청 목표

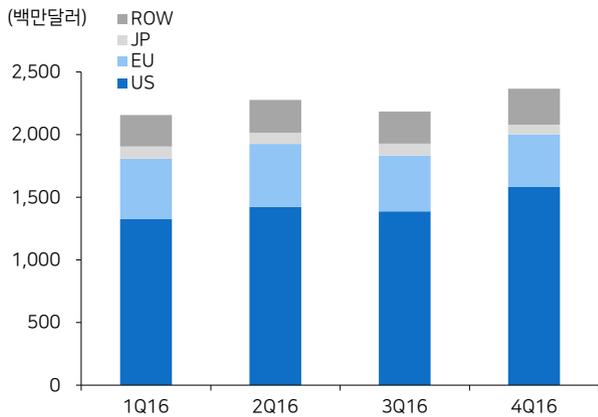
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표18 허가단계 제품의 개발 진행 상황

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
EU	Samsung Bioepis	Biogen	Benepali/Brensis/SB-4					'16.2	
	Hexal	Sandoz	Erelzi/GP-2015					'17.7	
US	Hexal	Sandoz	Erelzi/GP-2015				'16.8		특허문제로 출시하지 못함

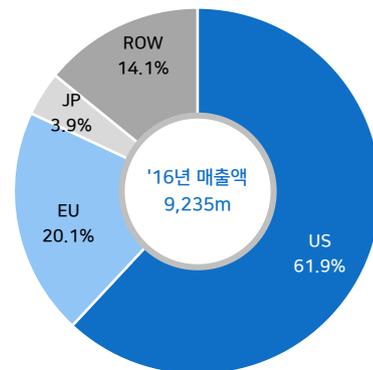
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림27 Enbrel의 2016년 분기별 매출



자료: Amgen, Pfizer, 메리츠중금증권 리서치센터

그림28 Enbrel의 국가별 매출 분포



자료: Amgen, Pfizer, 메리츠중금증권 리서치센터

3) Humira biosimilar

표19 Humira 바이오시밀러 개발 현황				
	US		EU	
1st		'16.9 허가 특허문제로 미출시		'17.3 허가 특허문제로 미출시
2nd		'17.1 허가 접수		'17.6 CHMP 긍정의견 1위와 사실상 격차 없음
3rd				'17.1 허가 신청 1위와 사실상 격차 없음

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

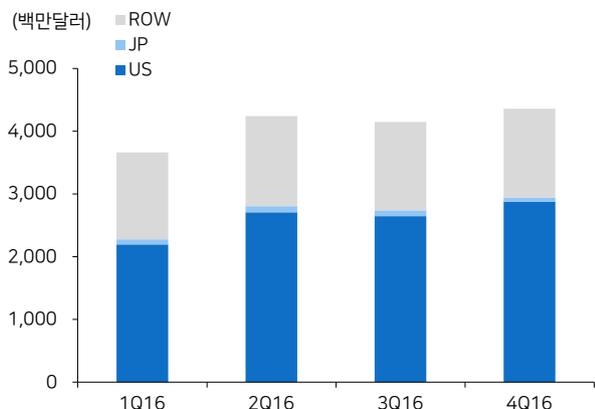
표20 임상단계 제품의 개발 진행 상황						
	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Momenta		M-923		'17.2	
	Mylan	Biocon	MYL-1401A		'17.3	
	Coherus		CHS-1420		'17.3	
	Merck		MSB-11022		'17.9	
	Pfizer		PF-06410293		'17.12	

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 허가단계 제품의 개발 진행 상황									
	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
EU	Amgen	Allergan	Amgevita/ABP-501				'17.3		
	Samsung Bioepis	Biogen	Imraldi/SB-5			'17.6			
	Boehringer Ingelheim		BI-695501		'17.1				
	Fujifilm Kyowa Kirin		FKB-327		'17.5				
	Sandoz		GP-2017		'17.5				
US	Amgen	Allergan	Amgevita/ABP-501				'16.9		
	Boehringer Ingelheim		BI-695501		'17.1				

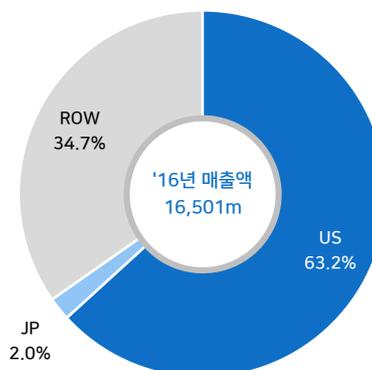
자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 Humira의 2016년 분기별 매출



자료: Abbvie, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 Humira의 국가별 매출 분포



자료: Abbvie, 메리츠증권증권 리서치센터

4) Rituxan biosimilar

	US	EU
1st	 '17.6 허가 신청	 '17.4 출시
2nd		 '17.7 출시 1위와의 격차 = 3개월
3rd		

자료: 메리츠중금증권 리서치센터

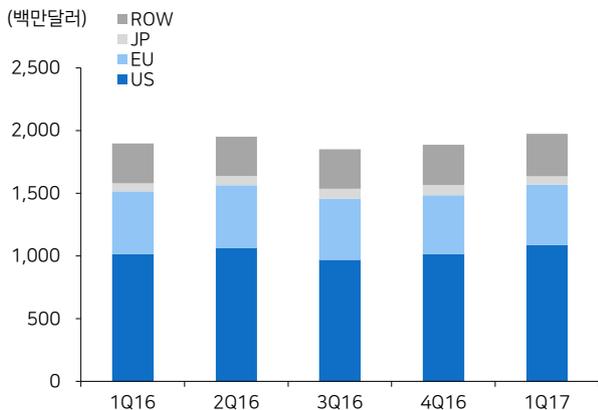
	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Pfizer		PF-05280586		'18.1	
	Amgen	Allergan	ABP-798		'18.2	

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
EU	Celltrion	CelltrionHC	Truxima/CT-P10					'17.4	
	Sandoz		Rixathon/GP-2013					'17.7	
US	Celltrion	CelltrionHC	Truxima/CT-P10		'17.6				

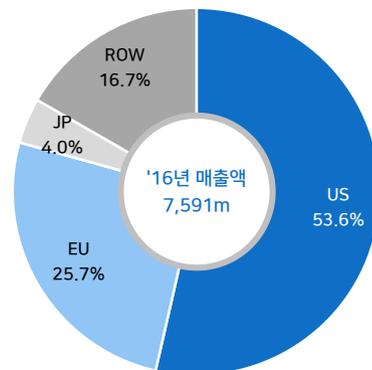
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림31 Rituxan의 분기별 매출 추이



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터

그림32 Rituxan의 국가별 매출 분포



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터

5) Herceptin biosimilar

	US		EU	
1st		'17.7 FDA 긍정 의견		'16.9 허가접수
2nd				'16.10 허가접수
3rd				'17.3 허가접수

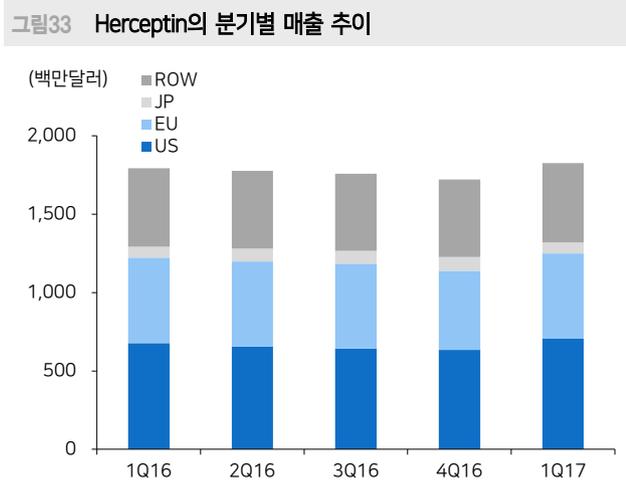
자료: 메리츠중금증권 리서치센터

	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Pfizer		PF-05280014		'19.2	NCT01989676

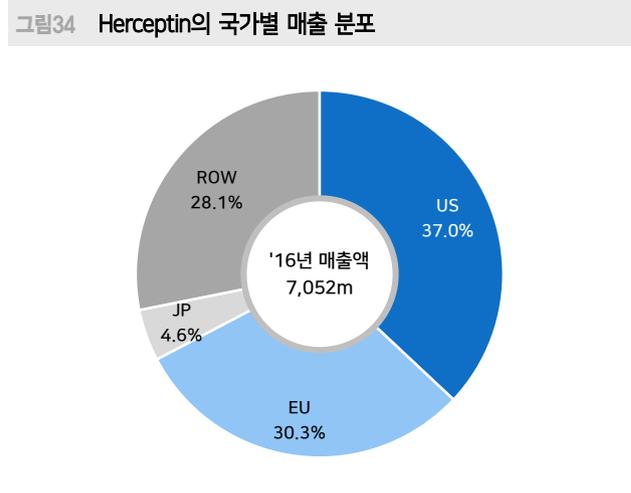
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정 의견	허가	출시	비고
EU	Samsung Bioepis	Biogen	SB-3		'16.9				GMP 부적합판정
	Celltrion	CelltrionHC	Herzuma/CT-P16		'16.10				
	Amgen	Allergan	ABP-980		'17.3				
	Mylan	Biocon	Hercules/MyL-14010						
US	Mylan	Biocon	Hercules/MyL-14010			'17.7			

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터

6) Avastin biosimilar

	US		EU	
1st		'17.1 허가접수		'16.12 허가신청
2nd				
3rd				

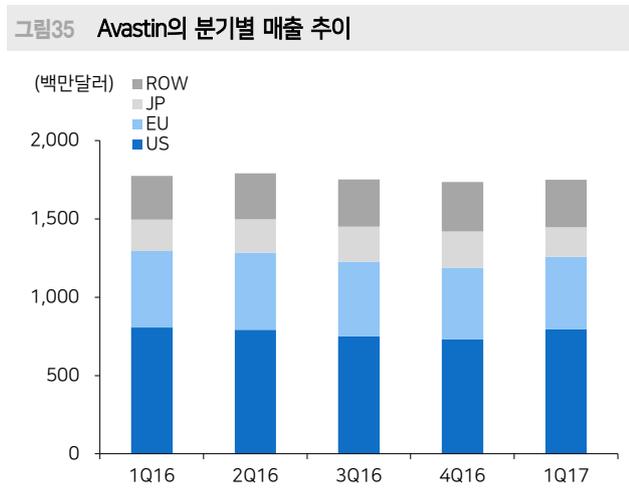
자료: 메리츠중금증권 리서치센터

	원 개발사	파트너사	이름/코드	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Mylan	Biocon	MYL-14020	'15.5	'17.12	
	Pfizer		PF-06439535	'15.4	'18.1	
	Samsung Bioepis	Biogen	SB-8	'16.6	'18.12	
	Centus		FKB-238	'16.8	'19.6	
	Boehringer Ingelheim		BI-695502	'16.5	'19.3	

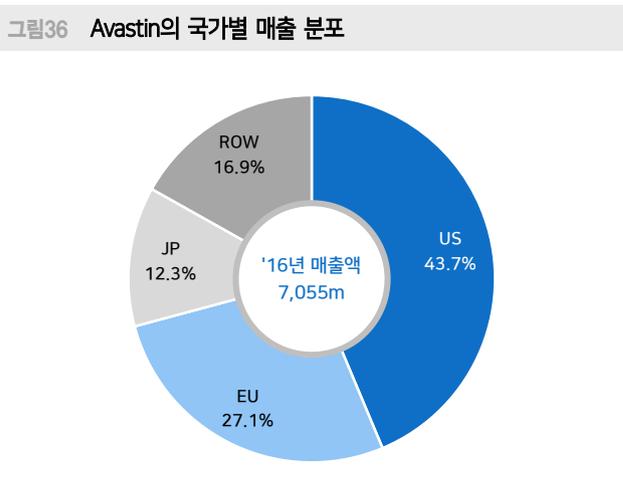
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
EU	Amgen	Allergan	ABP-215	'16.12					
US	Amgen	Allergan	ABP-215		'17.1				

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터



자료: Roche, 메리츠중금증권 리서치센터

Industry Brief
2017. 7. 27

▲ Analyst
Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

셀트리온 068270

이젠 정말 믿으셔야 합니다

- ✓ 2Q17 매출액 2,461억원, 영업이익 1,383억원 기록하며 시장 기대치 상회
- ✓ 매출액 증가에 따른 영업레버리지효과로, 전년동기대비 OPM +14.5%p 상승
- ✓ 유럽시장 트룩시마 본격 판매 개시에 따라 연간 가이드선 달성 가시화
- ✓ '17년 매출액 9,161억원, 영업이익 4,847억원 전망
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 150,000원 유지. 제약/바이오 업종 Top Pick

Buy

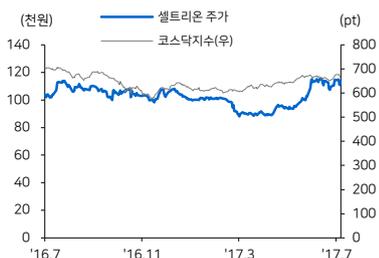
적정주가 (12개월) **150,000원**
현재주가 (7.26) **113,500원**
상승여력 **32.2%**

KOSDAQ	667.22pt
시가총액	139,156억원
발행주식수	12,260만주
유동주식비율	61.59%
외국인비중	24.89%
52주 최고/최저가	115,500원 / 88,100원
평균거래대금	700.0억원

주요주주(%)	
셀트리온홀딩스(외55인)	36.87%
셀트리온 자사주	0.41%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.44	13.27	9.24
상대주가	0.43	4.06	-1.85

주가그래프



2Q17 Review: 예상보다 빠른 이익률 개선

셀트리온의 2Q17 실적은 매출액 2,461억원(+33.0% YoY), 영업이익 1,383(+79.4% YoY)억원을 기록하며 시장 기대치를 상회하는 어닝서프라이즈를 달성했다. 매출액 증가에 따른 영업레버리지효과가 영업이익률 상승의 주요 요인으로 작용했다. 매출액은 전년 동기 대비 +33.0% 증가한 반면 매출원가는 -3.0% 감소했다. 현재 1공장은 램시마, 2공장은 램시마와 트룩시마를 생산하고 있으며, 향후 트룩시마의 유럽시장 진출 확대에 따라 트룩시마의 생산량이 점차적으로 증가할 전망이다.

원가경쟁력 확보 완료

매출액 증가에 따라 원가율이 직전분기 39.3%에서 29.1%로 -10.2%p 개선됐다. 판매비 역시 매출액 증가(+33.0%)대비 낮은 수준(+6.1%) 증가하는데 그쳤다. 전방시장의 가격 변화 요인에 대응할만한 충분한 준비가 되어 있는 상태다. 가격을 낮출만한 원가경쟁력이 충분히 확보된 상태라면 가격을 할인해도 그에 따른 시장 확대 및 점유율 상승이 발생하며 이익률 유지가 가능하다.

투자 의견 Buy와 적정주가 150,000 원 유지

투자 의견 Buy와 적정주가 150,000원을 유지한다. 셀트리온헬스케어의 상장 및 판매 제품의 글로벌 시장 확대에 따라 예상되는 '17년, '18년 EPS는 각각 3,084원, 5,489원이다. 적정주가는 '18년 예상 EPS에 국내 상위 제약사 평균 Fwd, 12m PER인 27배를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	603.4	259.0	154.1	1,286	34.0	8,200	62.6	9.8	30.1	10.5	51.8
2016	670.6	249.7	178.0	1,456	13.2	9,845	73.8	10.9	38.6	9.5	37.4
2017E	916.1	484.7	377.6	3,084	111.9	12,382	36.8	9.2	19.2	17.0	25.4
2018E	1,395.6	836.2	672.0	5,489	78.0	17,399	20.7	6.5	11.7	24.6	19.8
2019E	1,991.1	1,187.9	967.3	7,901	43.9	24,410	14.4	4.6	8.0	27.2	15.8

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	246.1	185.0	33.0	196.6	25.2	222.6	10.6	227.5	8.2
영업이익	138.3	77.1	79.4	89.4	54.7	96.3	43.6	104.2	32.8
당기순이익	115.2	59.6	93.4	67.1	71.8	71.2	61.9	79.0	45.9
(%)									
매출총이익률	70.9	60.0		60.7					
영업이익률	56.2	41.7		45.5					
순이익률	46.8	32.2		34.1					

자료: 셀트리온, 메리츠증권증권 리서치센터

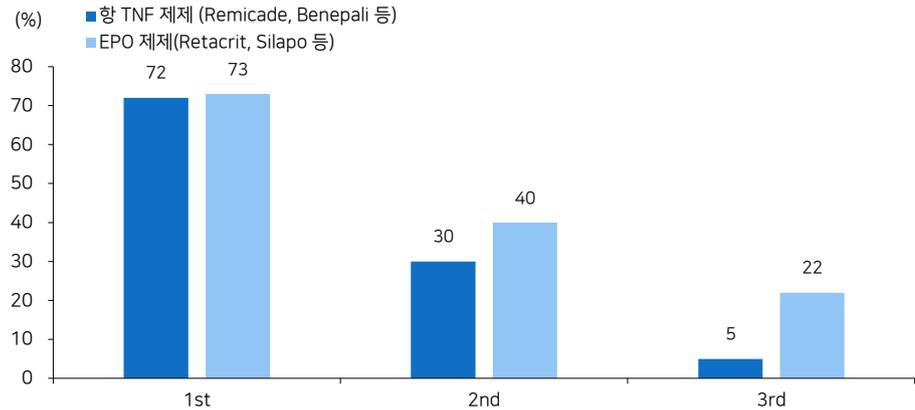
(십억원, %)	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
매출액	196.6	246.1	237.2	236.2	264.9	316.2	381.2	433.3	916.1	1395.6	1991.1
영업이익	89.4	138.3	126.9	130.1	151.9	187.9	234.5	261.9	484.7	836.2	1187.9
세전이익	80.2	140.7	113.7	126.6	125.8	180.8	217.8	301.1	461.2	825.5	1188.8
당기순이익	67.1	115.2	90.3	101.1	102.2	145.8	174.9	242.5	373.8	665.3	957.6
매출액 증가율	81.2	33.0	40.9	13.1	34.7	28.5	60.8	83.5	36.6	52.3	42.7
영업이익 증가율	231.3	79.4	71.5	81.7	69.9	35.8	84.8	101.3	94.1	72.5	42.1
영업이익률	45.5	56.2	53.5	55.1	57.3	59.4	61.5	60.4	52.9	59.9	59.7
당기순이익률	34.1	46.8	38.1	42.8	38.6	46.1	45.9	56.0	40.8	47.7	48.1

자료: 셀트리온, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	891.0	1,167.7	916.1	1,395.6	2.8	19.5
영업이익	380.8	514.2	484.7	836.2	27.3	62.6
당기순이익	276.9	398.4	377.7	673.6	36.4	69.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 시장 진입 순서에 따른 전체 국가 평균 시장 점유율



자료: QuintilesIMS, 메리츠중금증권 리서치센터

US: 1st / EU: 1st

표34 Remicade 바이오시밀러 개발 현황

	US		EU	
1st		'16.12 출시		'14.02 출시
2nd		'17.7 출시 1위와의 격차 = 약 7개월		'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
3rd		'17.5 허가접수 1위와의 격차 = 1년 이상		

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

US: 1st / EU: 1st

표35 Rituxan 바이오시밀러 개발 현황

	US		EU	
1st		'17.6 허가 신청		'17.4 출시
2nd				'17.7 출시 1위와의 격차 = 3개월
3rd				

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

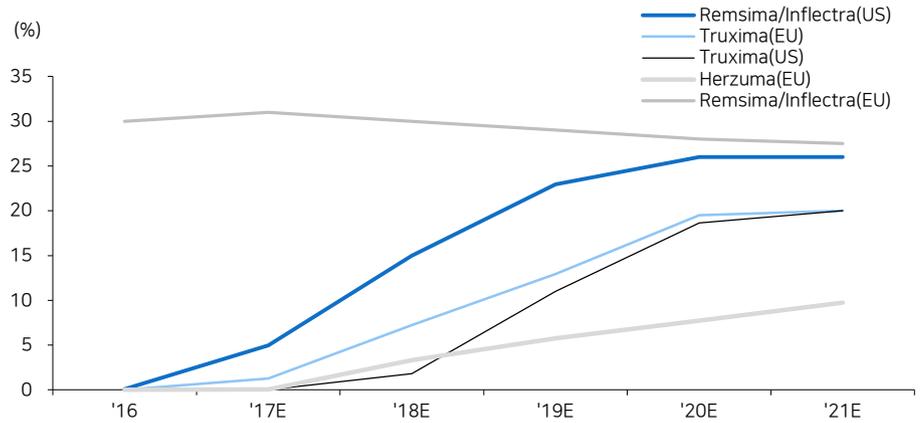
US: ? / EU: 2nd

표36 Herceptin 바이오시밀러 개발 현황

	US		EU	
1st		'17.7 FDA 긍정 의견		'16.9 허가접수
2nd				'16.10 허가접수
3rd				'17.3 허가접수

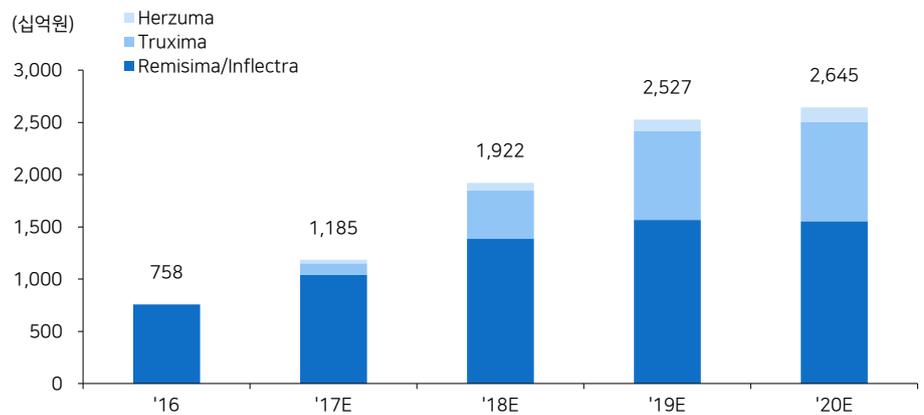
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림38 제품별 시장 점유율 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 셀트리온헬스케어의 주요 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표37 셀트리온헬스케어의 주요 제품별 매출액 추이 및 전망

(십억원)	'16	'17E	'18E	'19E	'20E	'21E	'22E	'23E
Remsima/Inflectra								
US	265	503	820	1,004	994	984	895	740
EU	427	470	493	489	484	479	474	469
ROW	65	68	72	74	76	78	81	83
SUM	758	1,041	1,385	1,566	1,554	1,541	1,449	1,293
Truxima								
US	0	22	288	566	638	632	625	619
EU	0	89	173	288	314	317	320	323
SUM	0	111	461	854	952	949	946	942
Herzuma								
EU	0	33	76	106	139	150	151	153
SUM	0	33	76	106	139	150	151	153
Total	758	1,185	1,922	2,527	2,645	2,640	2,546	2,388

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

셀트리온(068270)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	603.4	670.6	916.1	1,395.6	1,991.1
매출액증가율 (%)	28.1	11.1	36.6	52.3	42.7
매출원가	234.6	274.0	282.7	391.6	611.6
매출총이익	368.8	396.6	633.3	1,004.0	1,379.5
판매비와관리비	109.9	146.9	148.7	167.8	191.7
영업이익	259.0	249.7	484.7	836.2	1,187.9
영업이익률 (%)	42.9	37.2	52.9	59.9	59.7
금융수익	-31.2	-9.8	-16.1	-9.7	1.1
종속/관계기업관련손익	0.2	0.6	0.1	0.7	0.7
기타영업외손익	-64.9	-11.2	-7.4	-1.7	-1.0
세전계속사업이익	163.1	229.3	461.2	825.5	1,188.8
법인세비용	4.8	48.9	87.4	160.2	231.1
당기순이익	158.3	180.5	373.8	665.3	957.6
지배주주지분 순이익	154.1	178.0	377.6	672.0	967.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	77.6	250.9	684.6	306.0	981.9
당기순이익(손실)	158.3	180.5	373.8	665.3	957.6
유형자산감가상각비	31.7	39.9	40.3	42.4	53.0
무형자산상각비	50.5	48.7	64.7	81.7	90.2
운전자본의 증감	-253.9	-73.6	173.4	-487.4	-110.9
투자활동 현금흐름	-166.9	-162.5	-177.3	-270.6	-340.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-50.6	-14.1	-87.6	-114.9	-148.9
투자자산의 감소(증가)	-17.0	2.1	-2.8	-20.0	-9.5
재무활동 현금흐름	130.4	28.7	-240.5	-158.5	-54.4
차입금증감	-72.0	-132.5	-197.3	-146.1	-44.0
자본의증가	292.1	103.1	5.8	0.0	0.0
현금의증가	41.2	118.5	262.6	-123.1	587.4
기초현금	108.8	149.9	268.4	531.0	407.9
기말현금	149.9	268.4	531.0	407.9	995.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,096.8	1,254.1	1,350.8	1,851.3	2,617.1
현금및현금성자산	149.9	268.4	531.0	407.9	995.3
매출채권	662.2	758.3	555.7	866.6	964.9
재고자산	233.8	184.8	215.8	495.2	558.6
비유동자산	1,651.4	1,767.9	1,833.5	1,988.1	2,203.1
유형자산	897.6	867.9	911.9	984.4	1,080.3
무형자산	697.8	848.3	882.1	939.9	1,048.8
투자자산	23.4	21.9	24.8	45.4	55.6
자산총계	2,748.2	3,021.9	3,184.2	3,839.4	4,820.2
유동부채	665.8	610.3	426.6	458.1	523.2
매입채무	5.1	21.2	23.9	43.9	53.8
단기차입금	324.7	344.0	265.3	119.2	109.2
유동성장기부채	200.2	127.0	3.8	49.9	60.1
비유동부채	272.6	212.7	218.0	176.4	134.4
사채	113.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	157.6	208.0	212.6	166.5	122.3
부채총계	938.4	823.0	644.6	634.5	657.6
자본금	112.4	116.6	122.4	122.4	122.4
자본잉여금	648.6	747.6	747.6	747.6	747.6
기타포괄이익누계액	8.5	6.5	7.9	7.9	7.9
이익잉여금	994.0	1,168.7	1,540.4	2,212.4	3,179.7
비지배주주지분	115.6	145.3	141.6	134.9	125.3
자본총계	1,809.8	2,199.0	2,539.6	3,204.9	4,162.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	5,035	5,484	7,483	11,400	16,264
EPS(지배주주)	1,286	1,456	3,084	5,489	7,901
CFPS	3,176	3,174	4,790	7,789	10,814
EBITDAPS	2,847	2,767	4,817	7,844	10,872
BPS	8,200	9,845	12,382	17,399	24,410
DPS	30	50	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	62.6	73.8	36.8	20.7	14.4
PCR	27.4	35.5	23.7	14.6	10.5
PSR	16.0	19.6	15.2	10.0	7.0
PBR	9.8	10.9	9.2	6.5	4.6
EBITDA	341.1	338.4	589.7	960.4	1,331.1
EV/EBITDA	30.1	38.6	19.2	11.7	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	9.5	17.0	24.6	27.2
EBITDA 이익률	56.5	50.5	64.4	68.8	66.9
부채비율	51.8	37.4	25.4	19.8	15.8
금융비용부담률	4.9	2.1	2.0	0.9	0.5
이자보상배율(x)	8.7	17.7	26.7	67.2	114.4
매출채권회전율(x)	1.2	0.9	1.4	2.0	2.2
재고자산회전율(x)	2.6	3.2	4.6	3.9	3.8

Industry Brief
2017. 7. 27

▲ Analyst
Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

셀트리온헬스케어 (상장예정)

바이오시밀러 개발, 마케팅 선도기업

- ✓ 셀트리온의 개발 위험 분담하는 전략적 공동 개발자
- ✓ 7월 28일 상장. 공모가 41,000원 시가총액 5.6조원 확정
- ✓ 셀트리온과의 이익 배분 비율 6.5:3.5 추정
- ✓ First Mover인 램시마와 트룩시마가 매출 성장 견인 예상
- ✓ '17년 매출액 1조 1,847억원, 영업이익 2,882억원 전망

Not rated

공모가(7.28 상장예정) **41,000원**

KOSDAQ	667.22pt
시가총액	56,042억원
발행주식수	13,668만주
주요주주(%)	
서정진	36.2
ONE EUIY PARTNERS IV, L.P.	18.7

셀트리온의 개발 위험 분담하는 전략적 공동개발자

셀트리온헬스케어는 셀트리온과의 판매권부여기본계약을 통해 바이오의약품을 포함한 모든 셀트리온의 제품을 전세계 독점 유통 및 판매하는 개발, 마케팅 전문 회사다. 2008년 셀트리온의 연구개발위험 분산을 위한 계약을 체결하며 전략적 관계가 수립되었다.

두 회사는 공동운명체, 이익배분 비율 6.5:3.5

판매권부여기본계약에 따라 양 사는 글로벌 판매에 따른 영업이익을 양자 분할한다. 이는 각각의 회사가 담당하는 책무에 대한 기여도에 기반하며 책정된다. 이익 배분 비율에 대한 정보는 공개되어 있지 않다. 두 회사의 지난 실적을 통해 역산한 결과 셀트리온이 이익의 65%, 셀트리온헬스케어가 이익의 35%를 배정 받고 있음이 추정된다.

'17년 매출액 1조 1,847억원, 영업이익 2,882억원 전망

First mover인 램시마와 트룩시마가 각각 25%, 20% 수준의 시장 점유율을 빠르게 달성해 나갈 수 있다고 추정한다. 그에 따라 셀트리온헬스케어의 '17년 매출액은 전년대비 +56.3% 성장한 1조 1,847억원, 영업이익은 +66.1% 성장한 2,967억원을 기록할 전망이다. 트룩시마의 본격적인 판매량 증가가 예상되는 '18년에는 매출액과 영업이익이 각각 1조 9,224억원, 4,954억원을 기록하겠다. 시가총액 5.6조원과 '17년 예상 순이익 226.2억원 기준 PER은 24.8배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	402.4	111.9	20.6	309	481.1	4,497	-	-	2.1	5.5	215.3
2016	757.7	178.6	122.9	1,103	256.7	5,778	-	-	1.5	21.4	206.4
2017E	1,184.7	288.2	226.2	1,655	50.0	13,773	24.8	3.0	17.5	17.9	51.6
2018E	1,922.4	495.4	424.2	3,103	87.5	16,876	13.2	2.4	9.5	20.2	59.4
2019E	2,527.0	655.7	576.6	4,218	35.9	21,095	9.7	1.9	6.3	22.2	55.2

주: 현재가는 공모가 41,000원 기준

1. 글로벌 바이오시밀러 개발, 마케팅 선두기업이 올라온다.

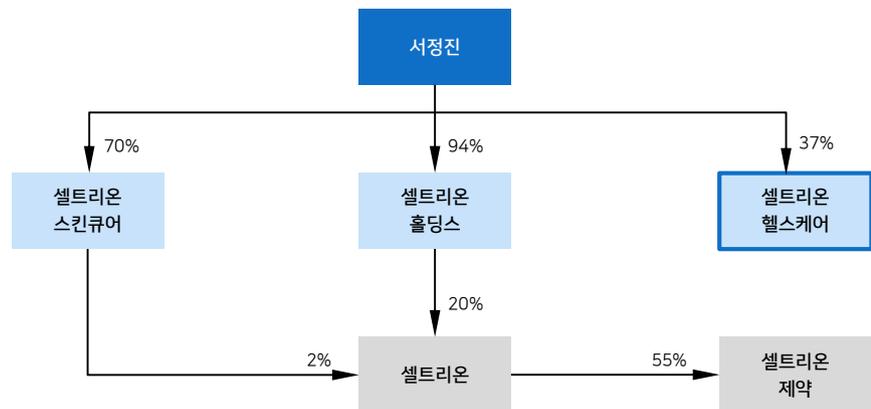
공모가 41,000 원
시가총액 약 5.6 조원

셀트리온의 개발 위험 분담하는 전략적 공동개발자

셀트리온헬스케어는 셀트리온과의 판매권부여기본계약을 통해 바이오의약품을 포함한 모든 셀트리온의 제품을 전세계 독점 유통 및 판매하는 개발, 마케팅 전문 회사다. 2008년 셀트리온의 연구개발위험 분산을 위한 계약을 체결하며 전략적 관계가 수립되었다.

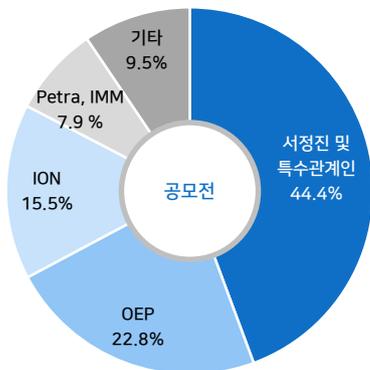
상기 계약을 통해 셀트리온은 허가를 위해 시생산된 제품 및 초기 물량을 셀트리온헬스케어에 제품허가 이전에 판매하여 개발과 관련된 리스크를 해소할 수 있었다. 동시에 셀트리온헬스케어는 제품을 취소/환불 불가 조건으로 매입하여 개발에 필요한 막대한 자금과 위험을 분담하는 공동개발자로서의 역할을 담당하게 되었다.

그림40 셀트리온 그룹 지배구조 (상장 후)



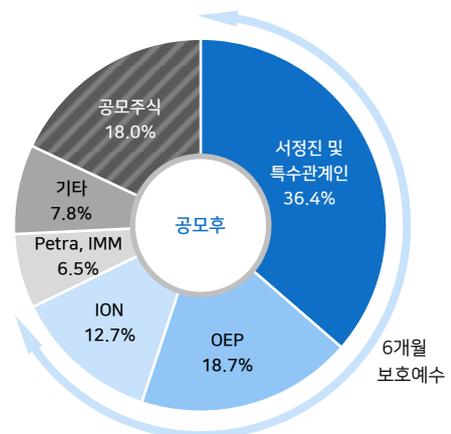
자료: 셀트리온헬스케어 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 공모 전 주주구성



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 공모 후 주주구성



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권증권 리서치센터

2. 두 회사는 공동운명체

리스크 분담의 기여도 측정 후
이익배분비율 합

가격 결정 및 이익분배 구조

양사간의 이익 배분은 판매권부여기본계약에 따라 셀트리온으로부터 의무적으로 일정 물량을 환불/취소불가 조건으로 매입을 하는 과정에서 발생하는 책무에 대한 기여도에 기반하며 책정된다. 평가는 '다국적 기업 및 조세행정에 해당하는 국내 규정' 및 'OECD 이전가격지침'에 따라 직년 년도에 수행한다.

이러한 이익 배분은 결과적으로 두 회사간 상호의존성을 갖게 한다. 예를 들어, 셀트리온이 원가 절감에 성공할 경우 그 절감 분을 사전에 약속된 배분비율대로 나누어야 한다. 반대로 셀트리온헬스케어가 다소 과다한 마케팅 비용을 지출했을 경우 역시 그에 다른 실적 감소를 서로 나누어 분담한다. 이익 배분 비율이 양사의 가치를 나누는 중요한 요소인 이유다.

표38 가상의 연결 회사를 가정하여 합성한 두 회사의 손익 계산서

(십억원)	셀트리온	셀트리온헬스케어	가상의 연결 회사
매출액	100.0	130.0	130.0
매출원가	40.0	100.0	40.0
판관비	10.0	5.0	15.0
영업이익	50.0	25.0	75.0

주: 각각의 수치는 이해를 돕기위한 가상의 수치임
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표39 셀트리온이 원가절감에 성공한 경우 해당 이익을 두 회사가 나눠 갖는다.

	셀트리온	셀트리온헬스케어	가상의 연결 회사
매출액	93.3 (↓)	130.0	130.0
매출원가	20.0 (↓)	93.3 (↓)	20.0 (↓)
판관비	10.0	5.0	15.0
영업이익	63.3 (↑)	31.7 (↓)	95.0 (↑)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표40 셀트리온헬스케어의 비용이 증가한 경우 해당 감소분을 양사가 분담한다.

	셀트리온	셀트리온헬스케어	가상의 연결 회사
매출액	96.7 (↓)	130.0	130.0
매출원가	40.0	96.7 (↓)	40.0
판관비	10.0	10.0 (↑)	20.0 (↑)
영업이익	46.7 (↓)	23.3 (↓)	70.0 (↓)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

추정 이익 배분 비율 / 셀트리온:셀트리온헬스케어=6.5:3.5

셀트리온:셀트리온헬스케어
=65%:35%

상세 이익 배분 비율에 대한 정보는 공개되어 있지 않다. 따라서 두 회사의 지난 실적을 통해 이를 추정해야 한다. '14년부터 '16까지 총 3년간 셀트리온헬스케어의 연결기준 평균 영업이익률은 25%, 셀트리온의 개별기준 평균 영업이익률은 47%다. 이를 이용하여 단순 계산시 셀트리온이 이익의 65%, 셀트리온헬스케어가 이익의 35%를 배정 받았음을 알 수 있다.

이는 판매 계약 구조상 양사간의 매출이 서로 6개월~9개월정도의 시간차가 발생할 수 있다는 점을 이용해서도 확인 가능하다. 셀트리온헬스케어는 안전 재고 확보 및 계약 이행을 위해 매출 발생이 예상되는 시점보다 6개월 ~ 9개월 미리 발주를 넣는다. 따라서 시간적 차이를 두고 양사간의 손익계산서를 분석함으로써 실제 배분 비율을 추정해 볼 수 있다.

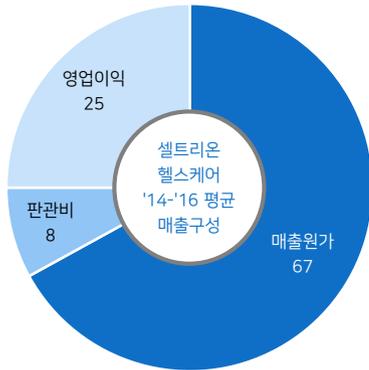
'15년 셀트리온의 매출액과 '16년 셀트리온헬스케어의 매출원가가 유사한 점에 착안하여 배분비율을 계산할 경우 셀트리온이 59%, 셀트리온헬스케어가 41%이다. 그런데 이와 같은 방식을 통해서는 1) 셀트리온의 생산 다변화에 따라 발생하는 추가 원가, 2) 셀트리온헬스케어와 공유하지 않는 R&D 비용에 대한 추가 계산, 3) 3개월에서 최대 6개월까지 추가된 지연시간 등을 고려 할 때 셀트리온 측의 배분비율이 다소 낮게 추정될 수 있는 여지가 있다. 따라서 지난 기간 동안의 트렌드를 이용하여 단순 계산한 6.5:3.5라는 이익 분배 비율이 합당하다고 판단한다.

표41 판매권부여기본계약의 주요 계약 조건

구분	내용
계약조건	판매권부여기본계약은 2024년 6월 30일까지 효력 발휘, 5년 단위 자동연장
제품	셀트리온이 개발하였거나 개발하게 될 모든 바이오시밀러, 제 3자 협력제품 및 신약
판매권	글로벌 판매 독점권 보유
매입가격	개발 및 상업화 과정에서의 당사자 별 부담리스크, 책무 및 기여도를 반영하여 셀트리온과 합의한 이익분할비율에 따라 예상이익을 양자 분할
초기안전재고	공동개발자의 의무로서 보건당국별 승인을 획득하기 이전 셀트리온으로부터 일정 물량의 바이오시밀러 제품 매입해야 할 의무 있음. 사전 매입 물량은 제품개발 상황, 품목허가 신청 현황 및 시장조건등 관련 요인 고려 결정. 매입물량 환불 및 취소 불가
개발비용	제3자협력제품 및 신약에 대한 3상 비용 셀트리온헬스케어 및 셀트리온이 각각 50%씩 부담, 이외 제품 셀트리온 부담
판매 예측자료	상업적 판매를 개시하기 24개월 이전에 24개월 동안의 판매예측자료를 셀트리온에게 제출하고 6개월 마다 자료를 업데이트하여 제공해야 할 의무 있음. 인플릭시맵 바이오시밀러에 대한 공급계약서에 따라 판매예측 자료를 기준으로 산정한 최초 6개월 분의 판매량에 해당하는 제품을 매입해야 함

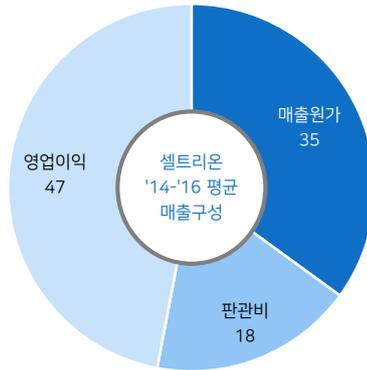
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 셀트리온헬스케어의 매출 구성



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림44 셀트리온의 매출



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠종금증권 리서치센터

표42 셀트리온헬스케어의 손익계산서 요약

(십억원, 연결)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16
매출액	91.71	50.93	97.29	31.60	33.82	145.29	166.95	402.39	757.74
매출원가	83.37	48.74	66.00	26.40	28.84	77.65	88.18	252.74	537.83
매출원가율(%)	90.9	95.7	67.8	83.5	85.3	53.4	52.8	62.8	71.0
판매비와관리비	8.29	5.19	9.00	11.94	27.31	28.32	44.02	37.75	41.33
판매비율(%)	9.0	10.2	9.2	37.8	80.8	19.5	26.4	9.4	5.5
영업이익	0.05	-3	22.29	-6.74	-22.33	39.32	34.75	111.9	178.58
영업이익률(%)	0.1	-5.9	22.9	-21.3	-66.0	27.1	20.8	27.8	23.6

주: '10-'13년도는 별도기준

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표43 셀트리온의 손익계산서 요약

(십억원, 별도)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16
매출액	83.69	145.55	180.95	278.59	348.96	224.58	404.62	528.78	577.57
매출원가	36.14	51.59	39.43	50.63	91.92	66.59	105.33	207.63	223.44
매출원가율(%)	43.2	35.4	21.8	18.2	26.3	29.7	26.0	39.3	38.7
판매비와관리비	16.78	22.21	34.9	47.48	59.95	57	103.53	67.03	101.44
판매비율(%)	20.1	15.3	19.3	17.0	17.2	25.4	25.6	12.7	17.6
영업이익	30.77	71.75	106.62	180.49	197.09	100.98	195.76	254.13	252.69
영업이익률(%)	36.8	49.3	58.9	64.8	56.5	45.0	48.4	48.1	43.8

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

표44 이익 배분 비율 추정

	셀트리온('15)	셀트리온헬스케어('16)	합산
Sales	528.78	757.74	757.74
COGs	207.63	537.83	207.63
SG&A	67.03	41.33	108.36
OP	254.13	178.58	432.71 / 441.75
배분비율	59	41	100

자료: 전자공시시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 이제는 정량화(Quantification)의 영역

이제는 '증명의 시간'

얼마(Price)에 얼마나(Quantity)나 팔릴까?

그간 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 가치를 설명해주는 핵심 요소가 시장에 대한 기대감이었다면, 이제는 그 시장에서 어떤 지위를 차지하는지에 대한 정략적 판단이 가치 평가의 주요 요소가 될 전망이다. 고벨류 기업이 성장함에 따라 필연적으로 겪게 되는 '증명의 시간'에 돌입한 것이다.

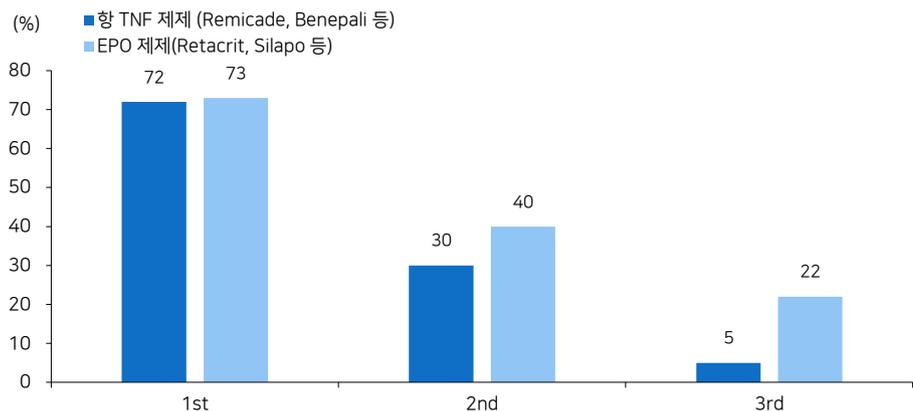
First to market advantage

시장 진입 순서가 핵심

바이오시밀러는 근본적으로 '다를 수 밖에 없는' 약을 다양한 실험 및 임상 자료를 통해 '다르지 않음'을 증명하는 과정이 필수적이다. 또한 오리지널↔바이오시밀러 간의 차이 없음을 증명했다 하더라도, 이후 출시된 바이오시밀러↔바이오시밀러 간의 차이점이 존재하는지 여부는 직접 증명해 보이지 않는 한 알 수 없다. 오리지널↔바이오시밀러를 비교하는 과정에서 발생한 통계적 오차가 바이오시밀러↔오리지널↔바이오시밀러로 확장되는 과정에서 더욱 커질 수 있기 때문이다. 따라서 시장에 첫 번째로 진입하게 되는 바이오시밀러는 초기 시장 선점 효과를 톡톡히 누릴 수 있게 된다.

유럽 판매 Data를 통해서도 이를 확인할 수 있다. QuintliesIMS가 2016년 유럽시장에서의 평균 바이오시밀러 점유율을 조사한 결과에 따르면 항 TNF 제제와 EPO 제제 모두 첫 번째 진입한 바이오시밀러가 70%가 넘는 압도적인 점유율을 보였다. 현재 셀트리온헬스케어가 진출했거나 진출할 예정인 시장에서의 시장 진입 순서는 다음과 같다.

그림45 시장 진입 순서에 따른 전체 국가 평균 시장 점유율



자료: QuintliesIMS, 메리츠중금증권 리서치센터

US: 1st / EU: 1st

표45 Remicade 바이오시밀러 개발 현황				
	US		EU	
1st		'16.12 출시		'14.02 출시
2nd		'17.7 출시 1위와의 격차 = 약 7개월		'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
3rd		'17.5 허가접수 1위와의 격차 = 1년 이상		

자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

US: 1st / EU: 1st

표46 Rituxan 바이오시밀러 개발 현황				
	US		EU	
1st		'17.6 허가 신청		'17.4 출시
2nd				'17.7 출시 1위와의 격차 = 3개월
3rd				

자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

US: ? / EU: 2nd

표47 Herceptin 바이오시밀러 개발 현황				
	US		EU	
1st		'17.7 FDA 공정의견		'16.9 허가접수
2nd				'16.10 허가접수
3rd				'17.3 허가접수

자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

First Mover 램시마, 유럽 시장 장악에 성공

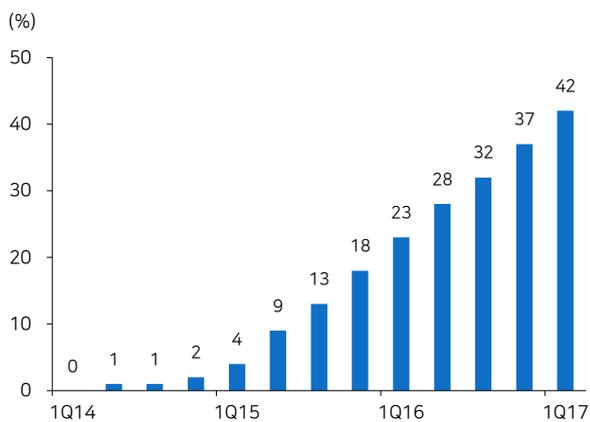
First Mover의 중요성 재확인

'13년 9월 유럽에서 처음으로 허가된 항체의약품인 램시마는 '17년 1분기 기준 유럽 시장에서 42%(수량 기준)에 달하는 점유율을 나타내고 있다. 바이오시밀러의 처방이 의사, 규제기관, 병원 등 다양한 이해관계자들에 의해 추천되는 덴마크, 노르웨이, 핀란드의 경우 100%에 육박하는 점유율을 보였다. 처방시 정부, 환자, 보험사 측에서 얻을 수 있는 강력한 경제적 이점이 해당 점유율을 달성하게 하는 주요 요인으로 작용했다. 이외의 국가 역시 해당 국가의 보험정책, 규제정책에 따라 다르지만 출시 2년차에 최소 20%이상의 점유율을 나타냈다.

가격 전쟁, 아직은 여유 있음

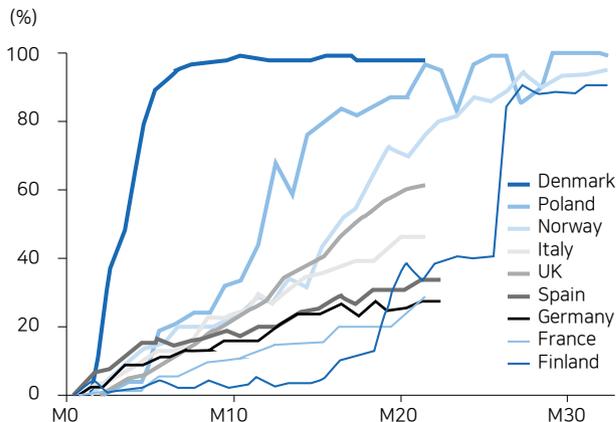
앞서 언급한 바와 같이 최근 미국시장에서 삼성바이오에피스/머크 진영이 가격 전쟁의 신호탄을 터트렸다. 이러한 가격 변화는 유럽시장에서 이미 있어왔던 현상으로 유럽시장의 경우 Remsima/Inflectra의 평균 가격은 약 450달러 수준에 불과하다. 그럼에도 셀트리온헬스케어와 셀트리온은 최근까지 각각 25%, 47% 수준의 영업이익이익률을 유지해 왔으므로 아직 경쟁의 여지는 충분히 남아 있다고 판단된다.

그림46 Remsima의 Vial기준 유럽 시장 점유율



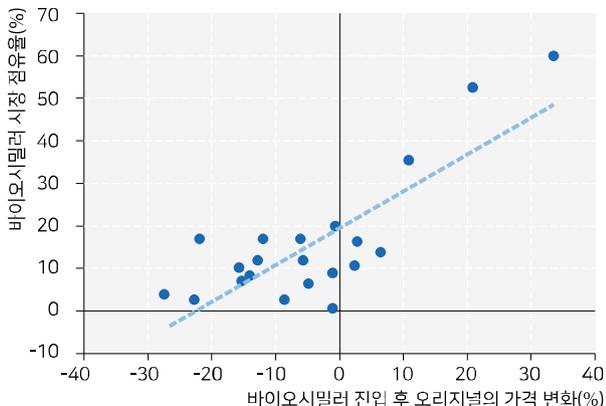
자료: 셀트리온, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 Infliximab Biosimilar 시장



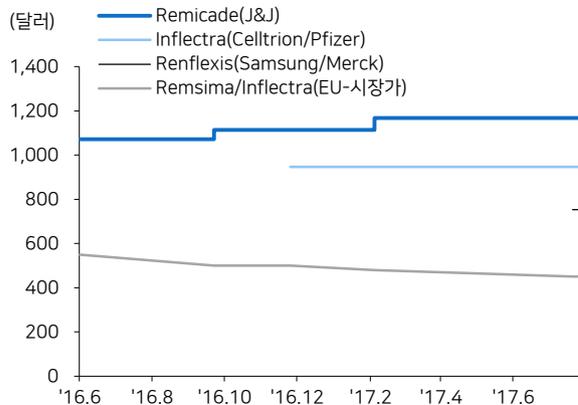
자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 오리지널의 가격 변화에 따른 시장 점유율 분포



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 Infliximab 바이오시밀러의 가격 분포



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

세계 최초 항암 바이오시밀러 트룩시마

인식의 변화 시작

혈액암 치료에 주로 사용되는 Rituxan의 바이오시밀러다. 세계 최초로 출시된 항암제 바이오시밀러로, 지난 4월부터 유럽시장에 출시되어 판매되고 있다. 사실 항암제라는 약제의 특성상 바이오시밀러의 진입이 어려울 것이라는 시각이 지배적이었다. 그러나 최근 유럽시장에서 바이오시밀러에 대한 인식에 변화가 발생하기 시작하면서 처방이 빠르게 확대되고 있다.

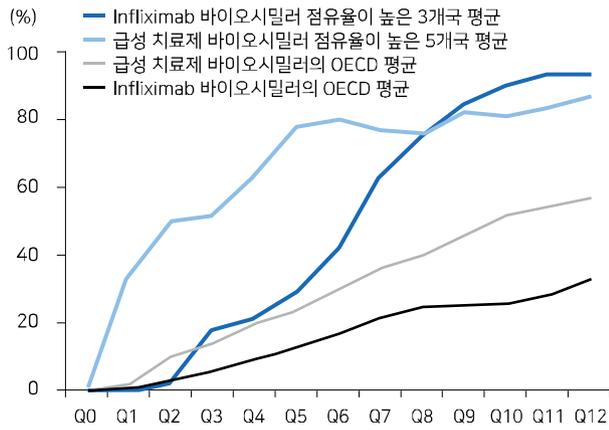
Health Canada는 바이오시밀러를 크게 급성 치료제와 만성 치료제로 구분하여 시장에 침투되는 정도를 비교하였는데, 이에 따르면 급성 치료제가 시장에 더욱 빨리 진출하는 양상을 보였다. 이는 항암제는 아니지만 항암 치료 이후 발생할 수 있는 호중구감소증의 예방 및 치료에 활용되는 G-CSF의 바이오시밀러가 전체 계열에서 가장 높은 수준의 침투율을 보이고 있다는 점을 통해서도 확인할 수 있다.

허쥬마, 결승선 앞에서 1등이 넘어졌다.

앞서가던 Mylan, EMA로부터 GMP 부적합 판정

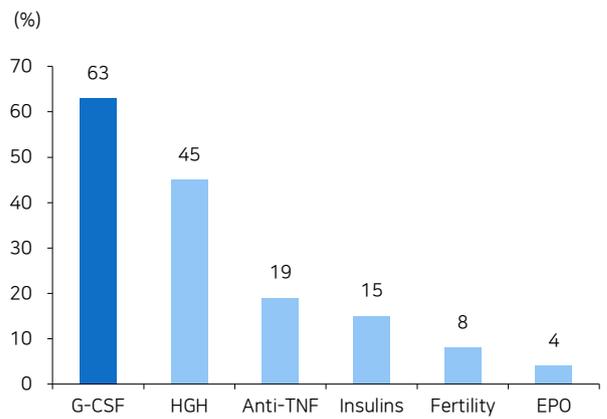
'16년 EMA에 Herceptin의 허가신청을 제출한 제품 중 가장 느린 순서에 속했던 허쥬마는 1등으로 달려나가고 있던 Mylan의 Hercules가 EMA로부터 GMP 부적합 판정을 받는 바람에 수혜를 보게 되었다. 특히 Herceptin의 경우 3종류의 항암제중 유럽 시장 비중이 가장 높은 치료제다. 1등인 삼성바이오에피스와의 격차는 약 2달 정도로 시장에 거의 비슷한 시점에 출시할 가능성이 높다.

그림50 급성 치료제의 경우 빠른 시장 점유율 확보 가능



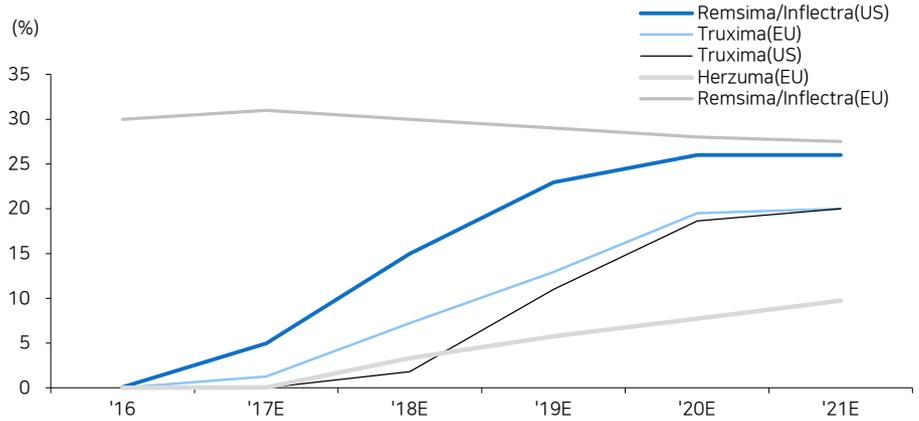
자료: HealthCanada, 메리츠중금증권 리서치센터

그림51 항암치료 보조제 G-CSF 바이오시밀러의 높은 점유율



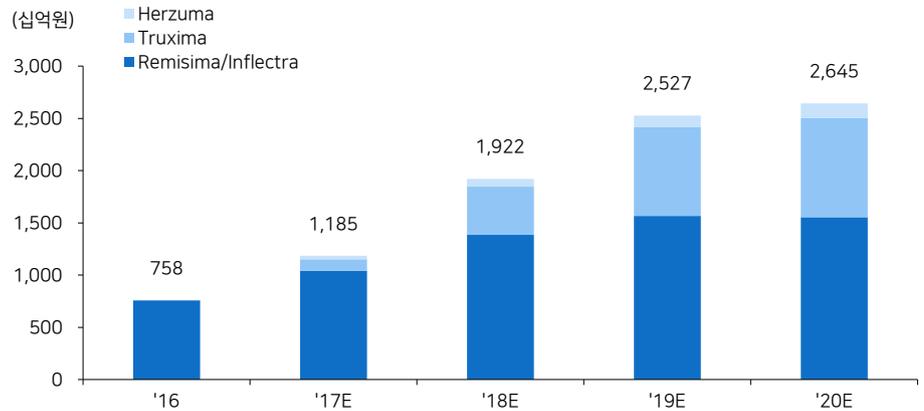
자료: QuintilesIMS, 메리츠중금증권 리서치센터

그림52 제품별 시장 점유율 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 셀트리온헬스케어의 주요 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표48 셀트리온헬스케어의 주요 제품별 매출액 추이 및 전망

(십억원)	'16	'17E	'18E	'19E	'20E	'21E	'22E	'23E
Remisima/Inflectra								
US	265	503	820	1,004	994	984	895	740
EU	427	470	493	489	484	479	474	469
ROW	65	68	72	74	76	78	81	83
SUM	758	1,041	1,385	1,566	1,554	1,541	1,449	1,293
Truxima								
US	0	22	288	566	638	632	625	619
EU	0	89	173	288	314	317	320	323
SUM	0	111	461	854	952	949	946	942
Herzuma								
EU	0	33	76	106	139	150	151	153
SUM	0	33	76	106	139	150	151	153
Total	758	1,185	1,922	2,527	2,645	2,640	2,546	2,388

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

셀트리온헬스케어(091990)

Income Statement

(십억원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	402.4	757.7	1,184.7	1,922.4	2,527.0
매출액증가율 (%)	141.0	88.3	56.3	62.3	31.5
매출원가	252.7	537.8	829.3	1,345.6	1,768.9
매출총이익	149.7	219.9	355.4	576.7	758.1
판매비와관리비	37.7	41.3	67.2	81.3	102.4
영업이익	111.9	178.6	288.2	495.4	655.7
영업이익률 (%)	27.8	23.6	24.3	25.8	25.9
금융수익	-29.0	-21.7	10.2	64.2	104.9
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	53.6	6.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	136.6	163.1	298.4	559.6	760.7
법인세비용	116.0	40.2	72.2	135.4	184.1
당기순이익	20.6	122.9	226.2	424.2	576.6
지배주주지분 손이익	20.6	122.9	226.2	424.2	576.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	32.0	30.4	-164.2	362.9	586.9
당기순이익(손실)	20.6	122.9	226.2	424.2	576.6
유형자산감가상각비	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-105.9	-120.0	-390.4	-61.4	10.2
투자활동 현금흐름	-0.4	-0.2	-13.0	-21.8	-20.4
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-15.1	-4.2	-13.0	-22.5	-18.4
재무활동 현금흐름	-0.9	21.8	833.3	7.3	4.6
차입금증감	-122.6	87.1	-175.4	7.3	4.6
자본의증가	1,019.7	-833.6	1,008.8	0.0	0.0
현금의증가	32.4	59.0	656.1	348.4	571.1
기초현금	4.4	36.9	95.9	752.0	1,100.4
기말현금	36.9	95.9	752.0	1,100.4	1,671.5

Balance Sheet

(십억원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,512.5	1,949.2	2,804.2	3,606.6	4,382.8
현금및현금성자산	36.9	95.9	752.0	1,100.4	1,671.5
매출채권	62.1	364.1	333.2	540.7	710.7
재고자산	1,399.3	1,472.1	1,692.5	1,922.4	1,943.9
비유동자산	63.1	38.3	51.3	73.0	93.4
유형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
무형자산	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
투자자산	18.9	23.1	36.1	58.6	77.0
자산총계	1,575.5	1,987.4	2,855.5	3,679.6	4,476.2
유동부채	700.3	1,143.4	879.8	1,339.0	1,559.0
매입채무	580.2	641.3	696.9	1,130.8	1,330.0
단기차입금	9.4	22.7	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	5.8	166.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	375.6	195.4	92.1	32.8	32.8
사채	154.6	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,075.8	1,338.8	971.9	1,371.8	1,591.8
자본금	2.8	112.1	136.7	136.7	136.7
자본잉여금	1,323.6	380.6	1,364.8	1,364.8	1,364.8
기타포괄이익누계액	-3.4	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
이익잉여금	-776.7	205.6	431.8	856.0	1,432.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	499.7	648.7	1,883.6	2,307.8	2,884.4

주: 현재가는 공모가 41,000 원 기준

Key Financial Data

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	6,044	6,800	8,667	14,064	18,487
EPS(지배주주)	309	1,103	1,655	3,103	4,218
CFPS	505,611	1,671	2,109	3,625	4,798
EBITDAPS	1,684	1,604	2,109	3,625	4,798
BPS	4,497	5,778	13,773	16,876	21,095
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	24.8	13.2	9.7
PCR	-	-	19.4	11.3	8.5
PSR	-	-	4.7	2.9	2.2
PBR	-	-	3.0	2.4	1.9
EBITDA	112.1	178.8	288.3	495.5	655.8
EV/EBITDA	2.1	1.5	17.5	9.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	21.4	17.9	20.2	22.2
EBITDA 이익률	27.9	23.6	24.3	25.8	26.0
부채비율	215.3	206.4	51.6	59.4	55.2
금융비용부담률	14.0	4.3	2.4	1.0	0.8
이자보상배율(x)	2.0	5.5	10.3	25.8	33.1
매출채권회전율(x)	7.8	3.6	3.4	4.4	4.0
재고자산회전율(x)	0.3	0.5	0.7	1.1	1.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온(068270) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.11.09	산업분석	Buy	150,000	이태영
2017.01.24	산업브리프	Buy	150,000	이태영
2017.04.24	산업브리프	Buy	150,000	이태영
2017.06.01	산업분석	Buy	150,000	이태영
2017.07.27	산업브리프	Buy	150,000	이태영

