

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

7

# 제약/바이오 무르익다



## Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
셀트리온(068270)	Buy	325,000원
셀트리온헬스케어(091990)	Buy(신규)	130,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
유한양행(000100)	Buy	300,000원
종근당(185750)	Buy	175,000원
대원제약(003220)	Buy	25,000원

제약/바이오  
무르익다



제약/바이오  
Analyst 이태영

02. 6098-6658  
taeyoung.lee@meritz.co.kr



# 7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 제약/바이오

### Contents

Part I	바이오시밀러: 저항을 뚫다	9
Part II	신약개발: 손에 손잡고	37
Part III	전문의약품: 내수보다는 수출	57
기업분석	셀트리온(068270) 바이오시밀러의 대명사	62
	셀트리온헬스케어(091990) 성장에 의심이 없다면	66
	유한양행(000100) 핑(API)대신 닭(ETC)	71
	종근당(185750) R&D 성과가 기대되는 한 해	74
	대원제약(003220) 매력은 여전하다	77

## I 바이오시밀러: 저항을 뚫다

- 글로벌 바이오시밀러 시장 규모는 2012년 6억 900만달러에서 2017년 34억 9,000만달러로 연평균 38% 성장
- 주요 바이오의약품의 특허 만료일정이 몰려있는 '18년, '19년까지 폭발적 성장 전망. 2024년 예상 시장 규모는 약 155억달러
- 국내 제약사가 출시한 항체 바이오시밀러의 경우 '17년 분기별 매출액이 모두 전년동기대비 100% 이상 급증하고 있음
- 이제 바이오시밀러의 시장 확대는 확신의 영역

## II 신약개발: 손에 손잡고

- FDA 허가 신약의 최대 매출 추정치는 470억달러로 전년 대비 증가했으나, 평균 최대 매출은 9억달러로 전년대비 소폭 감소
- 최대 매출액이 30억달러 이상이 될 것이라 기대되는 의약품은 총 4종, 예상 최대 매출액은 197억달러로 전년대비 소폭 증가하는데 그침
- 2018년에 쏟아진 계약의 면면을 살펴보면 암, 치매, 희귀질환 3가지 분야로 요약
- 이러한 추세는 앞으로도 지속될 전망. 글로벌제약사는 현재 1) 주력 제품의 특허 만료에 따른 매출 하락 압박, 2) 척박한 신약 개발 환경, 3) 트럼프 정부의 세제 개편 등과 같은 복합적 환경에 직면

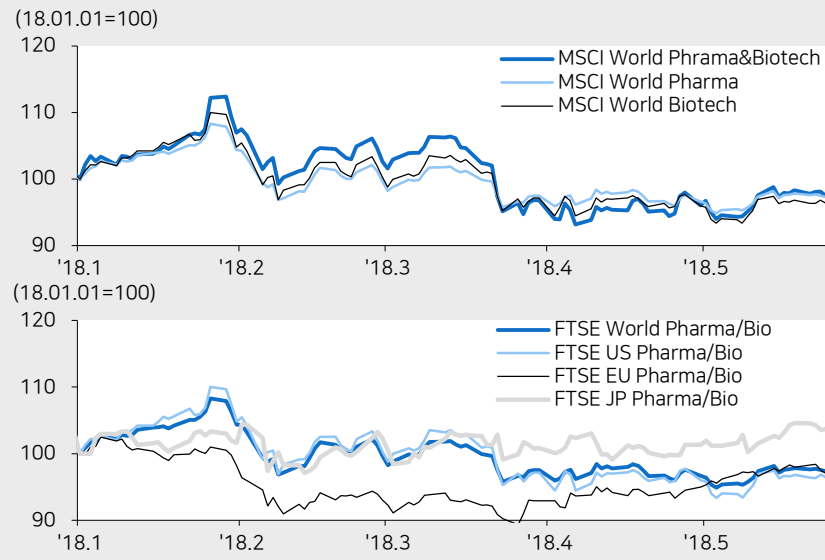
## III 전문의약품: 내수보다는 수출

- '17년 원외처방금액은 꾸준한 성장을 거듭하며 분기 3조원 수준 지속. '18년 1분기 누적 원외처방 금액은 3.0조원을 기록하며 전년 동기 대비 +4.1% 증가
- 원료의약품 수출이 더 높은 비중을 차지했던 과거와는 달리 완제의약품이 수출 비중의 54.8%를 차지
- 수출을 통한 성장이 기대되는 전문의약품 개발사를 주목

## I Deal, Deal, Deal!

- 글로벌 제약/바이오 업종 주가는 3월말부터 버블논란으로 조정
- '17년에 다소 주춤했던 M&A Deal은 1Q18에만 총 130조원으로 급증. License Deal 규모도 25.4조원으로 증가세
- 주된 Deal 분야는 항암 치료제와 치매, 희귀질환치료제로 글로벌 파마들의 관심 분야를 알 수 있음
- License Deal 가운데 초기 선수금인 Upfront는 금액과 비율 모두 감소. 초기단계 계약 증가 의미

## 글로벌 헬스케어 관련 지수 추이



자료: Datastream(18.5.25 종가 기준), 메리츠증권리서치센터

## 글로벌 Healthcare Numbers

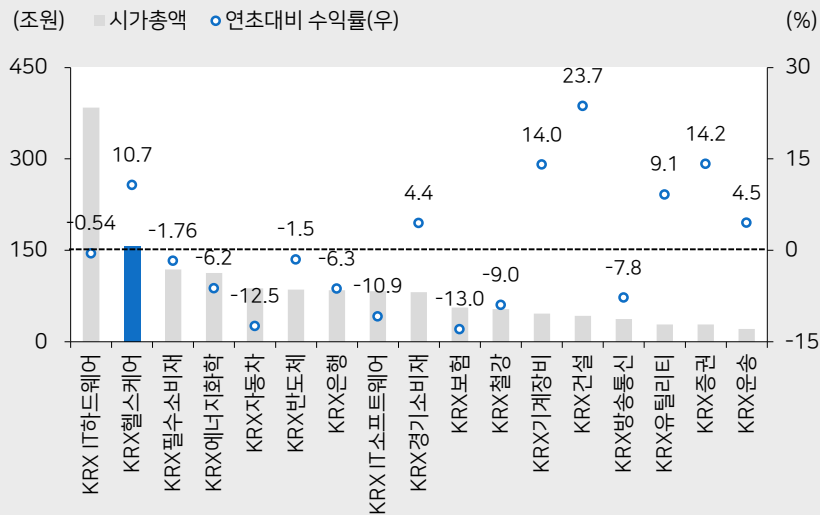
항목	'16	'17	증/감
글로벌 제약업체 평균 EPS(\$)	7.47	7.61	▲
글로벌 제약업체 평균 PER(배)	22.8	26.8	▲
FDA 허가 의약품(개)	28	52	▲
FDA 허가 Biosimilar(누적, 개)	4	9	▲
No 1 Product(Humira) 누적 매출(US\$Bil)	16.1	18.4	▲
License Deal(건)	1,749	1,680	▽
Total License Deal Values(US\$Bil)	88	76	▽
M&A Deal(건)	547	449	▽
Total M&A Deal Values(US\$Bil)	228	254	▲

자료: Bloomberg, GlobalData, 메리츠증권리서치센터

## II 기대, 버블, 그리고 회계 논란

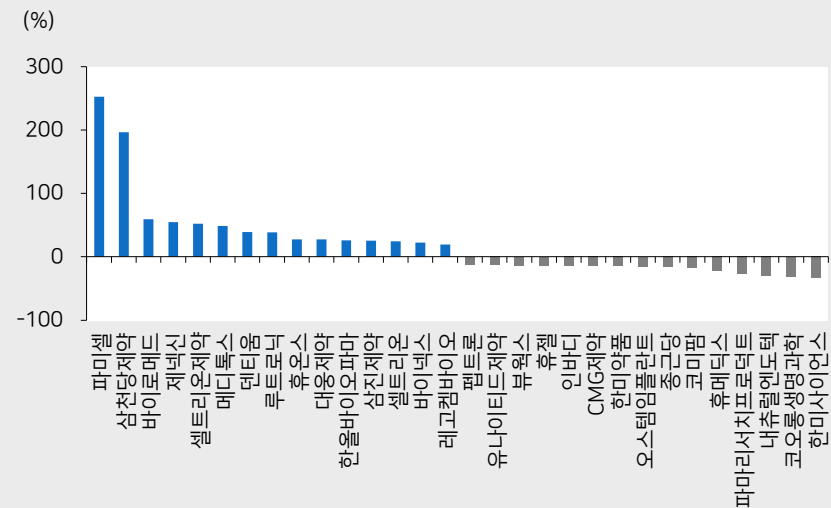
- '18년에도 지속된 버블논란, 혼란 중에도 KRX바이오 지수는 연초대비 +10.7% 상승
- 몇몇 소수 기업에 집중된 쏠림은 논란의 소지가 있으나, 제넥신, 바이로메드 등 파이프라인 가치가 부각되며 재평가
- R&D비용 자산화와 삼성바이오로직스의 회계처리 이슈에 버블 이슈로 재 부각, 제약사들의 주가 조정을 야기
- 바이오시밀러는 미국 정부의 정책 지원으로 시장개척에 앞장, 신약개발사들은 AACR 등 학회에서 임상 결과들을 발표하며 기술력 입증

## KRX Sector 별 시가총액 및 연초 대비 수익률 추이



자료: Quantiwise(18.5.25종가기준), 메리츠증권 리서치센터

## KRX 헬스케어 Sector 내 연초대비수익률 상위 30개 종목



자료: Quantiwise(18.5.25종가기준), GlobalData, 메리츠증권 리서치센터



# 7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

제약/바이오

## Part I

**바이오시밀러: 저항을 뚫다**

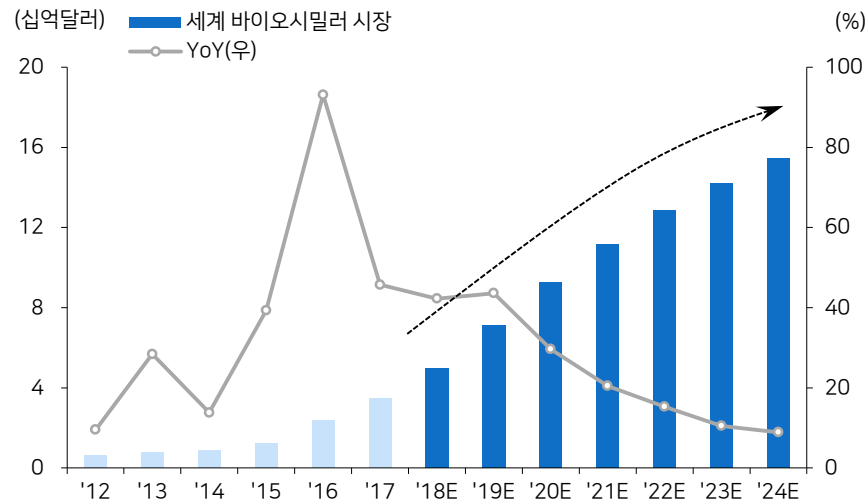
# 바이오시밀러 시장 확대는 혁신의 영역

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 1. 바이오시밀러 시장 점검

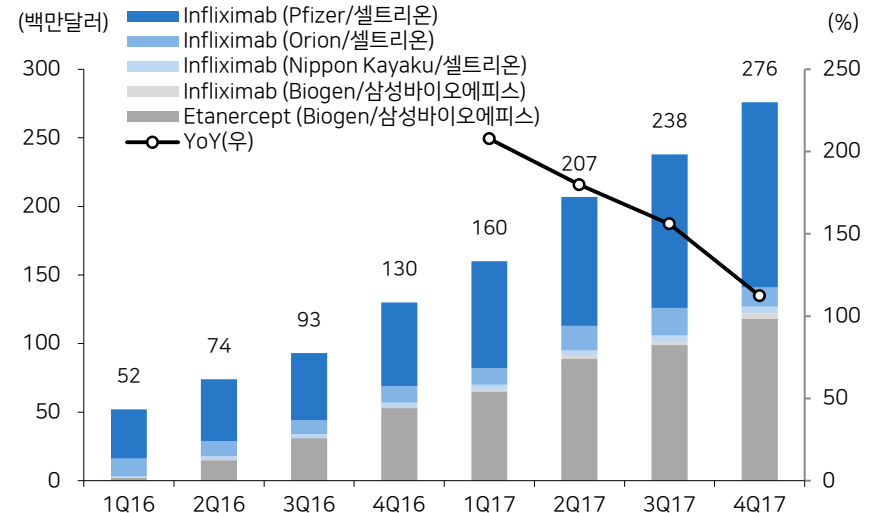
- 세계 바이오시밀러 시장규모는 '12년 6억 900만달러에서 '17년 34억 9,000만달러로 연평균 38% 성장
- 특허 만료일정이 몰려있는 '18년, '19년까지 폭발적 성장 전망. 2024년 예상 시장 규모는 약 155억달러
- 국내 제약사 개발 항체 바이오시밀러의 경우 '17년 분기 매출액이 전년대비 100% 이상 급증하고 있음
- 이제 바이오시밀러의 시장 확대는 혁신의 영역

### 글로벌 바이오시밀러 시장 현황 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 개발 주요 항체 바이오시밀러의 분기별 매출액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

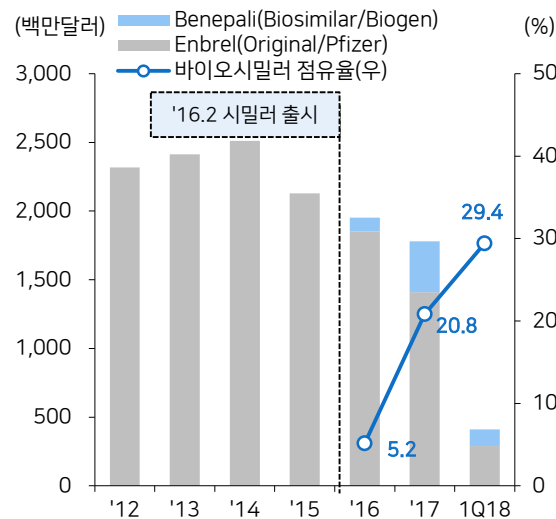
# 문제는 시장마다 다른 침투 속도

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 1. 바이오시밀러 시장 점검

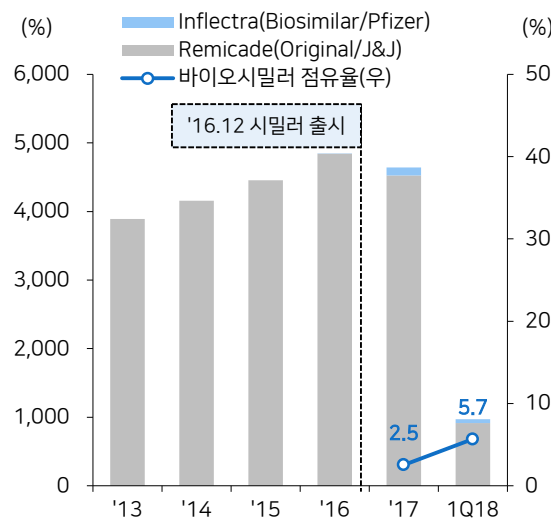
- 삼성바이오에피스가 개발하여 바이오젠에서 판매하고 있는 베네팔리(Benepali)는 지난 '16년 2월 유럽시장에 처음 출시된 후 5번째 분기말에 20.2%의 시장 점유율 달성
- 출시 후 약 2년이 지난 '18년 1분기말 매출액 기준 점유율 29.4% 차지
- 반면 셀트리온이 개발하고 화이자가 판매하는 인플렉트라(Inflectra)는 '16년 12월 미국시장에 출시되어 출시 약 5분기를 맞이한 지난 '18년 1분기 점유율 5.7%에 불과
- 시장마다 다른 침투 속도에 주목

### 바이오시밀러 출시에 따른 변화 - 유럽시장



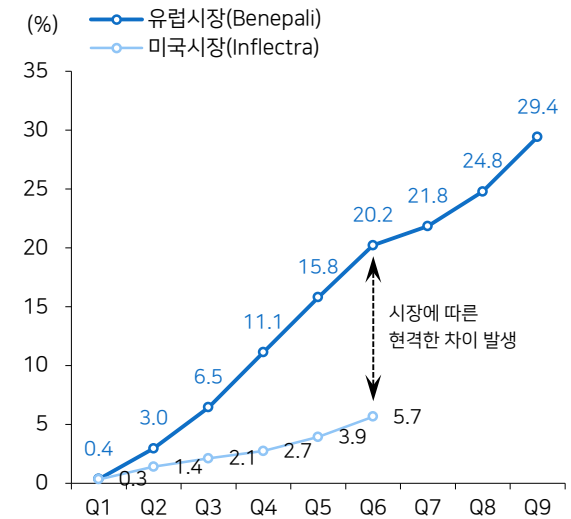
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

### 바이오시밀러 출시에 따른 변화 - 미국시장



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

### 출시 이후 점유율 확대 속도 차이 발생



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

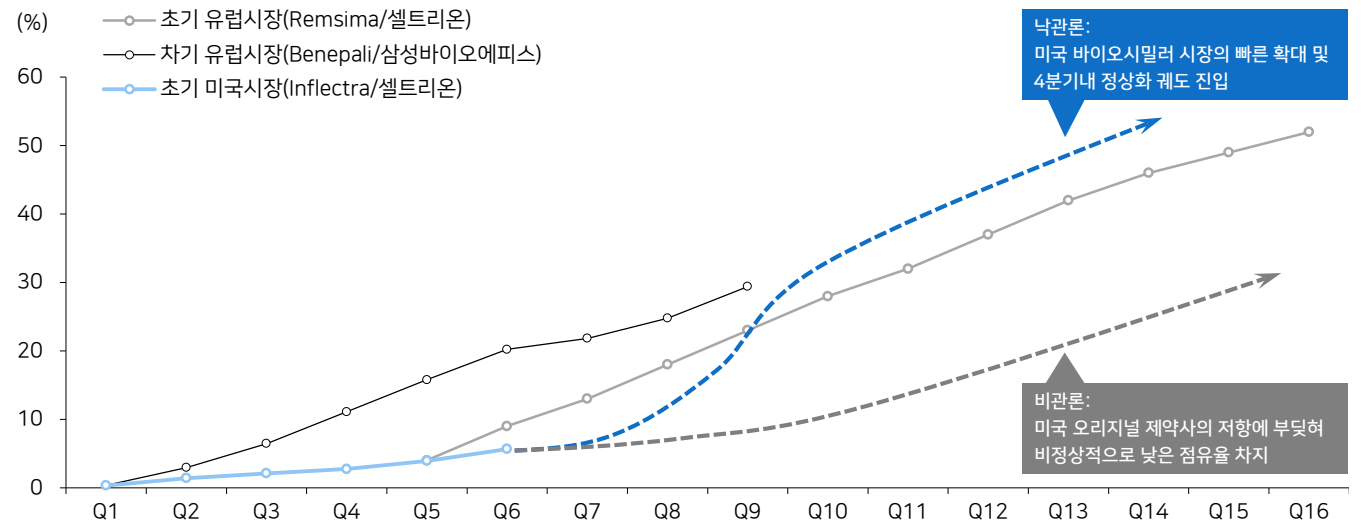
# 미국 바이오시밀러 시장의 '빠른' 확대를 낙관한다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

- 시장을 지배하고 있는 생각은 유럽시장은 빠르게 침투하지만 미국시장은 그렇지 않다는 점
- 이에 향후 미국 바이오시밀러 시장에 대한 낙관론적 시각과 비관론적 시각 충돌
- 낙관론: 미국 바이오시밀러 시장 역시 유럽시장과 같이 빠른 침투 흐름으로 변화  
비관론: 오리지널 제약사의 '안방'인 만큼 리베이트, 로비 등 다양한 툴을 활용한 저항에 직면
- 당사는 앞으로 미국 바이오시밀러 시장이 빠르게 확대될 것이라 낙관론에 무게

### 미국 바이오시밀러 시장에 대한 두 가지 생각



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

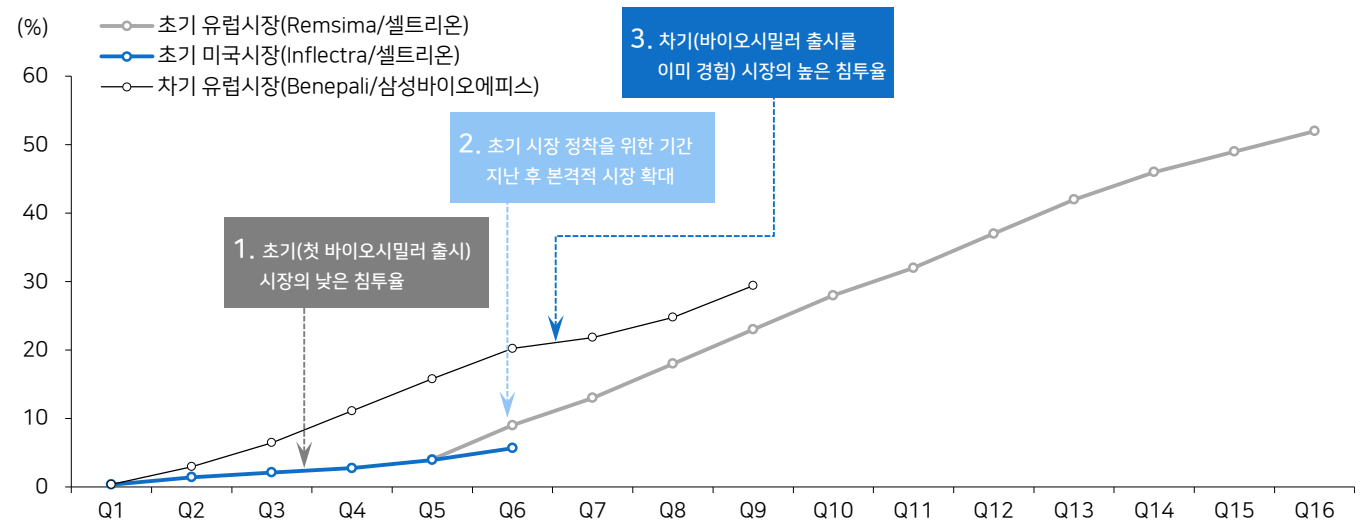
## 유럽 시장도 처음부터 좋지만은 않았다 → 경험의 문제

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 2. 바이오시밀러 낙관론

- 초기 유럽시장에 진출한 램시마(셀트리온, 레미케이드 바이오시밀러)는 현재의 미국시장과 마찬가지로 1) 정책적 이슈, 2) 바이오시밀러의 낮은 신뢰도, 3) 비용 절감 효과에 대한 이해 부족 등을 이유로 빠른 시장 진입에 어려움 겪음
- 그러나 시간이 지남에 따라 점유율 확대 빠르게 이루어져 출시 4년차에 접어든 지난 '17년 4분기 52%의 점유율 달성
- 이후에 진입한 베네팔리(삼성바이오에피스)는 빠르게 점유율 확대해 나가는 중
- 따라서 향후 미국 시장에 출시될 트룩시마, 허쥬마 등의 시장 확대 예상

### 초기 유럽시장에서의 흐름과 유사한 양상을 보이고 있는 미국 시장 점유율



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

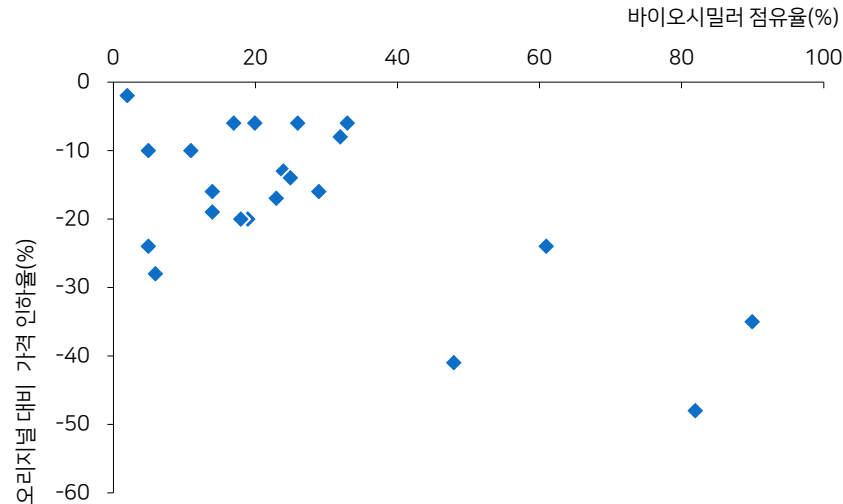
# 점유율 확대는 다양한 변수가 종합된 결과물 → 시간의 문제

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

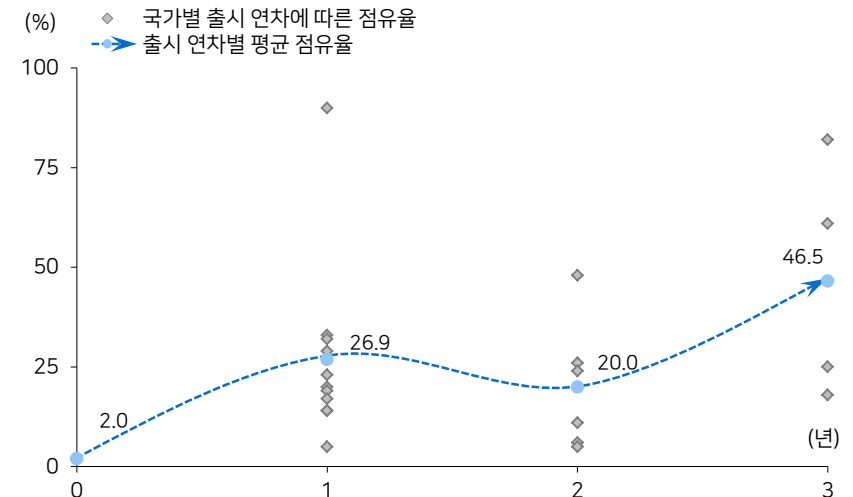
- 바이오시밀러의 시장 침투에는 해당시장의 정책적 변수, 오리지널의 가격 전략, 경쟁사의 가격 전략 등 다양한 변수 존재
- 유럽 시장을 통해 확인된 바에 따르면 '가격 인하율'과 '침투율' 간의 상관관계도 모호
- 그러나 확실한 점은 시간이 지날수록 점유율이 확대된다는 것. 결국 시간의 문제
- 출시 3년차에 접어드는 2019년은 정상화를 기대하는 것이 합리적

유럽 출시 바이오시밀러의 국가별 가격 인하율 및 점유율. 상관관계가 모호



자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 출시 연차에 따른 점유율 및 연차별 평균 점유율



자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터

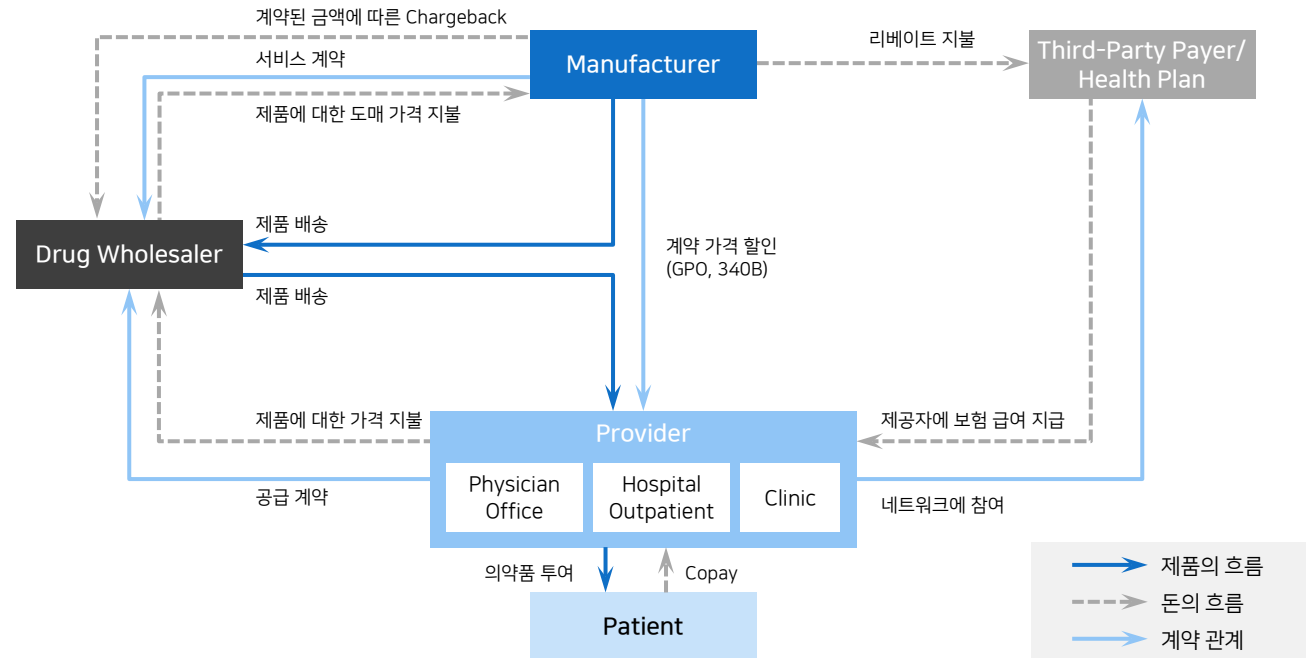
## 미국 시장만의 독특한 특성 → 제도의 문제

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 2. 바이오시밀러 낙관론

- 제약 산업은 제조사-유통망-소비자로 연결되는 일반적인 산업과 달리 공급자(Provider)와 보험회사(Payer)라는 또 다른 이해관계자 존재
- 제품의 선택은 공급자(Provider)가, 그에 대한 지불은 보험회사(Payer)가 담당
- 단일 보험사로 이루어져 빠른 점유율 확대를 유도한 일부 북유럽 국가와 달리, 미국 시장은 다양한 주체들의 이해관계가 얽혀있음

#### 제공자(Provider)에 의해 투여되는 약제의 도매 및 보험지불 시스템



자료: Drug channels institute, 메리츠증권증권 리서치센터

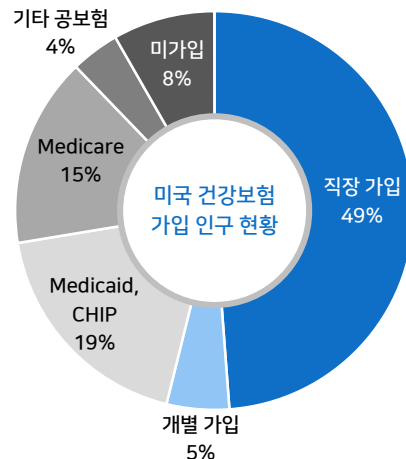
# 미국 건강보험 제도의 이해

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

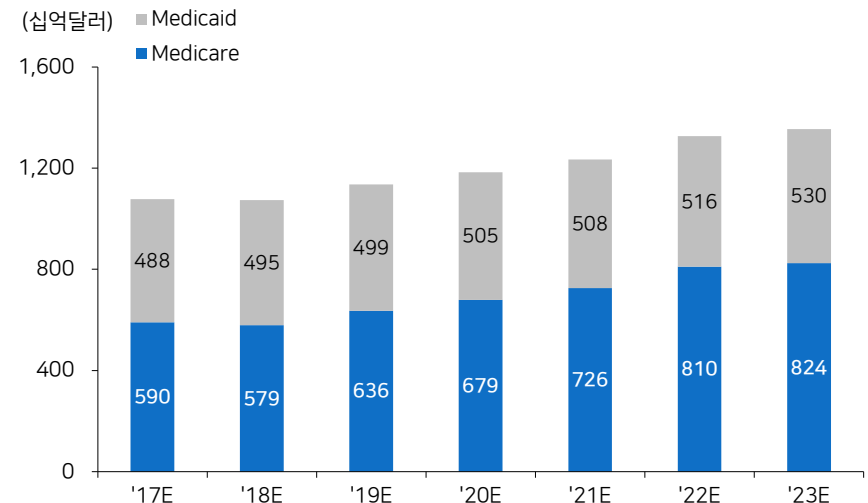
- 미국 보험 체계는 Private health insurance(사보험), Medicare(65세 이상 노령인구대상 공공보험), Medicaid(저소득층 대상 공공보험) 및 Other public insurance(군인 대상 공공보험 등)로 구분
- 전체 인구의 약 54%가 사보험에 가입되어 있으며 나머지 38%를 공보험이 커버
- '17년 연간 1조 780억달러의 예산이 소요될 예정이며 이는 '23년 1조 3,540억 달러에 이를 전망

### 미국 건강보험 가입 인구 현황 (2015)



자료: CMS, 메리츠종금증권 리서치센터

### Medicare & Medicaid 예상 지출 전망



자료: CBO(2017), 메리츠종금증권 리서치센터



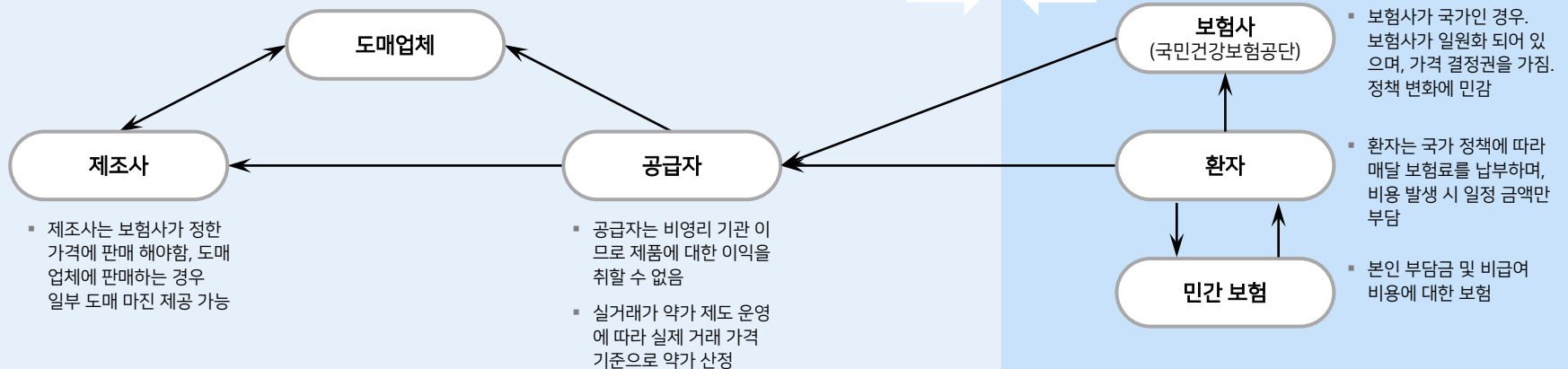
## 제품의 흐름 ≠ 돈의 흐름 → 국내 사례

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
 제약/바이오\_무트릭다

### 한국 <제품의 흐름>



### 한국 <돈의 흐름>

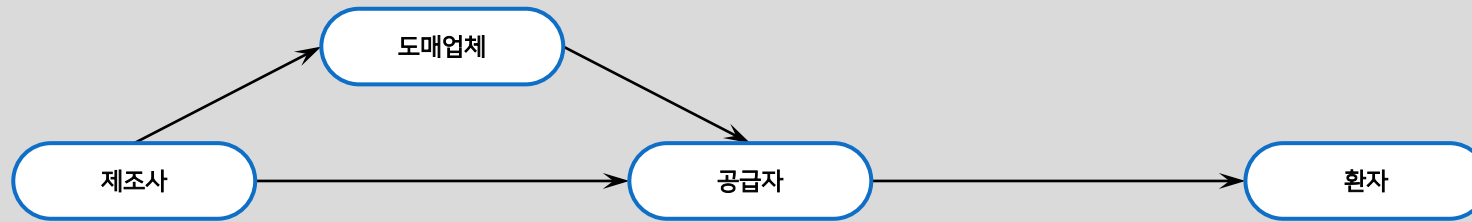


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

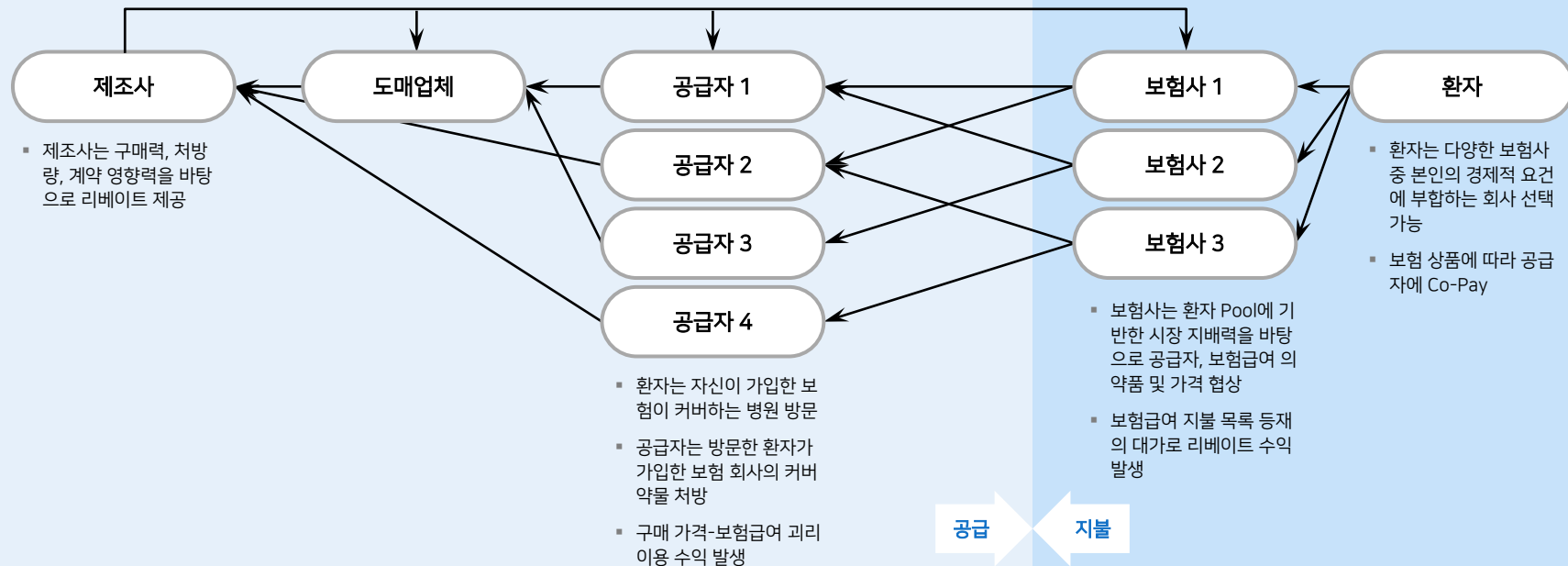
## 제품의 흐름 ≠ 돈의 흐름 → 미국 사례

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 미국 <제품의 흐름>



### 미국 <돈의 흐름>



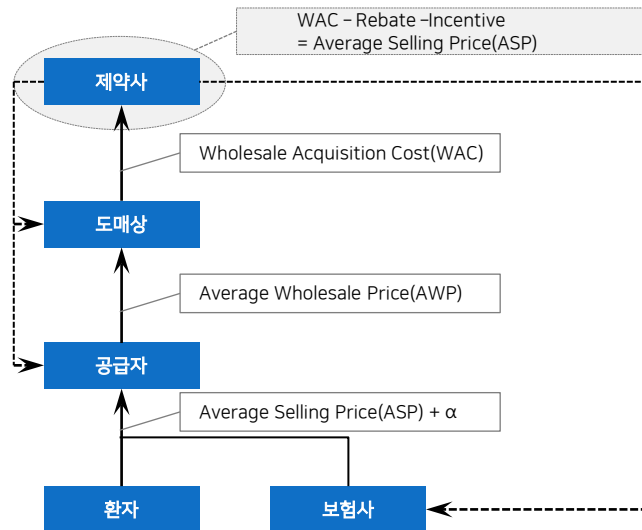
# 각각의 이해 관계자에 따른 다양한 가격정책 존재

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

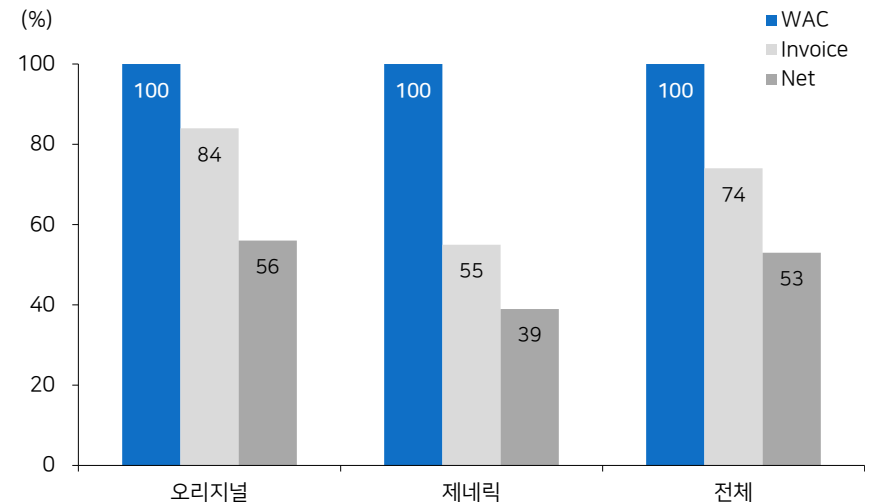
- 현재 제약사들이 고시하고 있는 가격인 도매취득가(wholesale acquisition cost, 이하 WAC)는 표시가격으로 실제 거래 가격과 다름
- WAC은 일종의 기준으로 도매상, 공급자 그리고 보험사의 구매력에 따른 리베이트, 인센티브의 차이에 따라 '실거래가'는 유동적으로 움직임
- 오리지널의약품의 경우 운송장에 확인되는 금액이 WAC과 비슷한 84% 수준인 반면, 제네릭 의약품은 55%에 불과
- 보험사는 리베이트와 인센티브를 제외한 평균 단가(ASP)를 기준으로 보험 약가 산정 후 지급

## 이해관계자간 가격 결정 상관관계



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 의약품별 평균 WAC, Invoice, 최종 가격 추이 (2016)



자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터

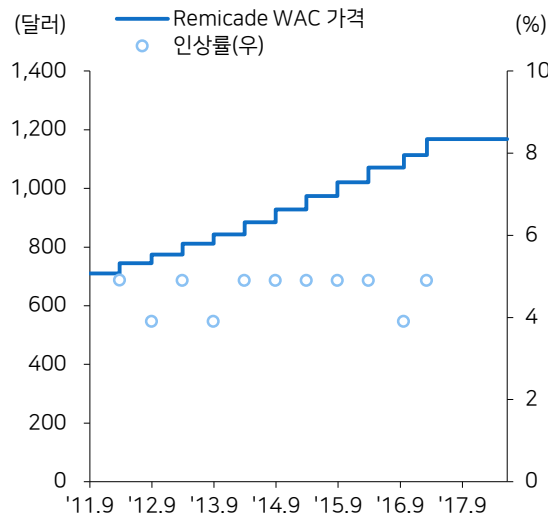
## 복잡한 시장구조가 낳은 결과는 비정상적으로 높은 의료비 지출

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 2. 바이오시밀러 낙관론

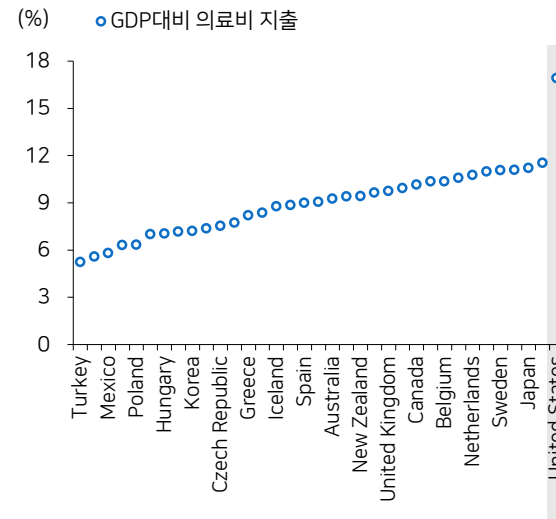
- 전체 의약품 시장의 42%를 차지하는 미국 시장에서 의약품 가격은 지난 5년간 연간 약 10-13% 수준으로 인상되어 왔음
- '16년 J&J 매출의 20.8%를 차지한 레미케이드의 경우 경쟁 제품인 램시마(미국 출시명 인플렉트라)의 허가, 출시 이후에도 각각 3.9%, 4.9%의 WAC가격 인상을 단행
- 그러나 미국의 GDP대비 의료비 지출은 '15년 기준 16.9%로 과도하게 높은 상황

#### 오리지널 제품의 지속적인 가격 상승



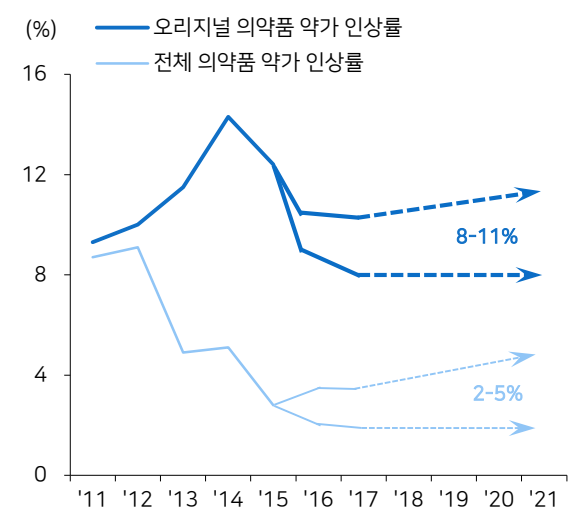
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 2015년 OECD국가의 GDP대비 의료비 지출



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 가격인상폭 축소 전망



자료: QuintilesIMS, 메리츠증권증권 리서치센터

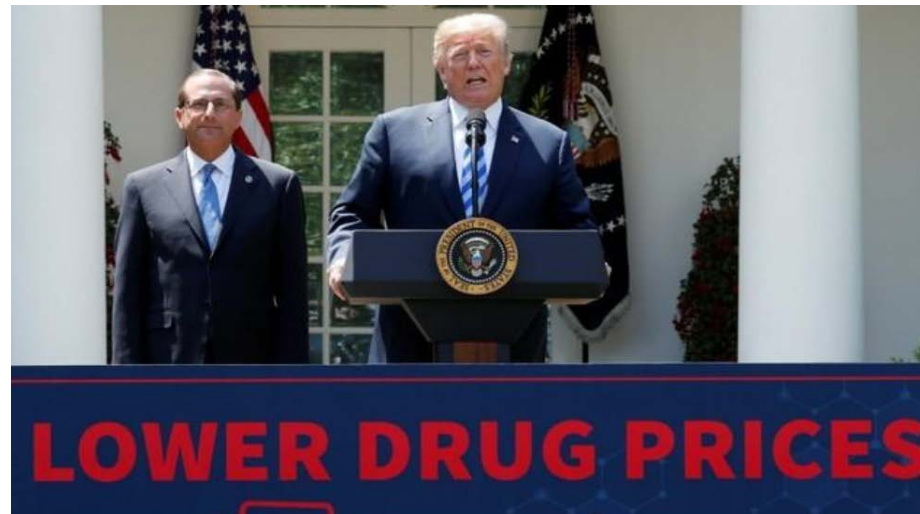
## 트럼프가 제시한 해결책 → 바이오시밀러

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 2. 바이오시밀러 낙관론

- 지난 2018년 5월 11일 도널드 트럼프 미국 대통령은 처방약 가격 인하 계획을 담은 정책 청사진 발표
- 처방의약품의 표시가격(List Price)과 환자들의 본인부담금(Out-of-Pocket Costs)을 낮추는 것이 목표
- 그 대표적 해결책 중 하나가 바이오시밀러의 처방 장려를 통한 경쟁 강화
- 의사화 환자, 보험사에 바이오시밀러의 활용해 대한 교육 지속 시행 계획
- 당시 발표한 타 분야 정책이 속속 공개되고 있어 향후 바이오시밀러에 관한 구체적 정책 발표 전망

### 트럼프 행정부의 약가인하 정책 <American Patients First>



자료: REUTERS, HHS, 메리츠종금증권 리서치센터

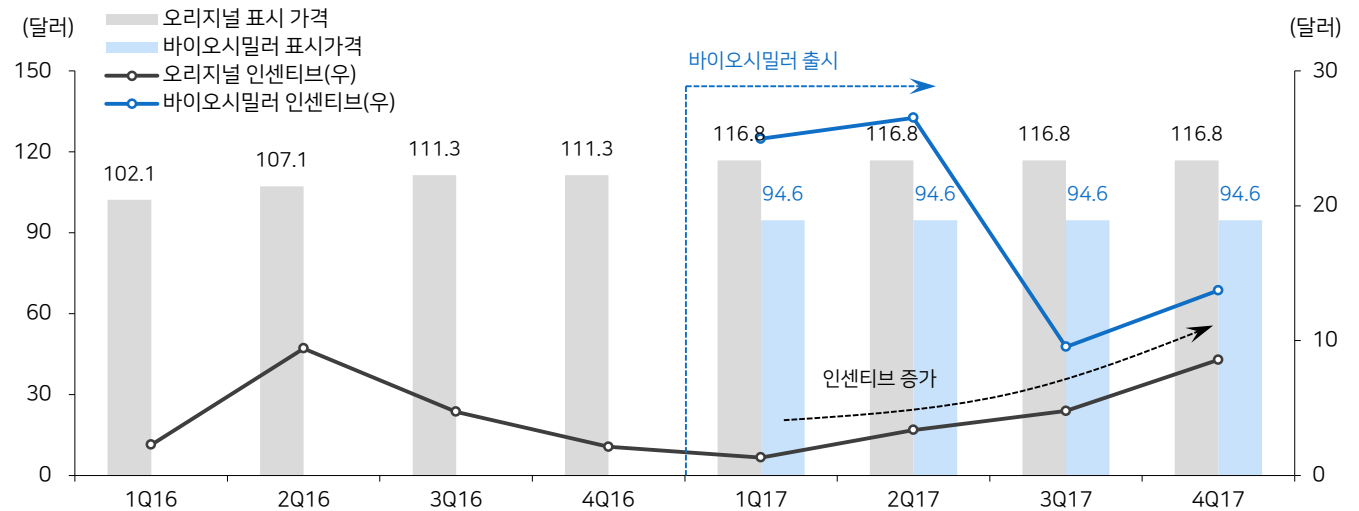
## 현재 시행중인 가격 정책 유지하기 어려움

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 2. 바이오시밀러 낙관론

- 현재까지 미국 바이오시밀러 시장은 일종의 표시가격인 WAC은 지속적으로 유지한 채 인센티브를 높이는 방향의 가격 정책 시행
- 이는 트럼프의 청사진이 제시하고 있는 '표시가격 인하 및 환자들의 본인부담금 완화'라는 대전제에 정면으로 대치
- 따라서 향후 적극적인 표시가격 인하와 함께 가격적인 측면에서 유리한 고지를 점하고 있는 바이오시밀러의 처방 확대에 대한 여러 정책 시행 전망

미국 Infliximab 오리지널/바이오시밀러 표시가격 및 추정 인센티브



자료: Medpac, 메리츠증권 리서치센터

# 이미 시행된 정책적 변화에 따라 공보험 영역 시장 부터 확대 시작

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

- 기존 화학합성 의약품의 경우 특허 만료시 성분별 Code를 적용하여 오리지널, 제네릭에 상관 없이 전체 ASP를 가중평균한 금액이 보험약가 산정 기준가격 (B)
- 바이오의약품의 경우 오리지널 의약품과 바이오시밀러의 Code를 개별적으로 부여하고 바이오시밀러 끼리의 ASP 가중평균(C2)에 오리지널에 부과하는 것과 동일한 인센티브 부여(C1\*0.06)
- CMS(Centers for Medicare & Medicaid Services)는 '18년 1월 1일부터 개별 바이오시밀러에 각각에 개별적인 코드 부여
- 바이오시밀러 간 경쟁 보다는 오리지널 vs 바이오시밀러 구도 형성

## Medicare의 보험약가 산정 기준 개정 전 vs 개정 후 정책

	종류	기준 가격	인센티브	보험약가
개정 전	오리지널 의약품	2분기 전 오리지널의 ASP (A)	A*0.06	A+A*0.06
	제네릭 의약품	2분기 전 동일 성분의 가중평균 ASP (B)	B*0.06	B+B*0.06
	특허만료 바이오의약품	2분기 전 오리지널의 ASP (C1)	C1*0.06	C1+C1*0.06
	바이오시밀러 의약품	2분기 전 동일 바이오시밀러의 가중평균 ASP (C2)	C1*0.06	C2+C1*0.06
개정 후 (18.01.01 시행)	오리지널 의약품	2분기 전 오리지널의 ASP (A)	A*0.06	A+A*0.06
	제네릭 의약품	2분기 전 동일 성분의 가중평균 ASP (B)	B*0.06	B+B*0.06
	특허만료 바이오의약품	2분기 전 오리지널의 ASP (C1)	C1*0.06	C1+C1*0.06
	바이오시밀러 의약품1	2분기 전 개별 바이오시밀러의 ASP (C3)	C1*0.06	C3+C1*0.06
	바이오시밀러 의약품2	2분기 전 개별 바이오시밀러의 ASP (C4)	C1*0.06	C4+C1*0.06

자료: Medpac, 메리츠총금증권 리서치센터

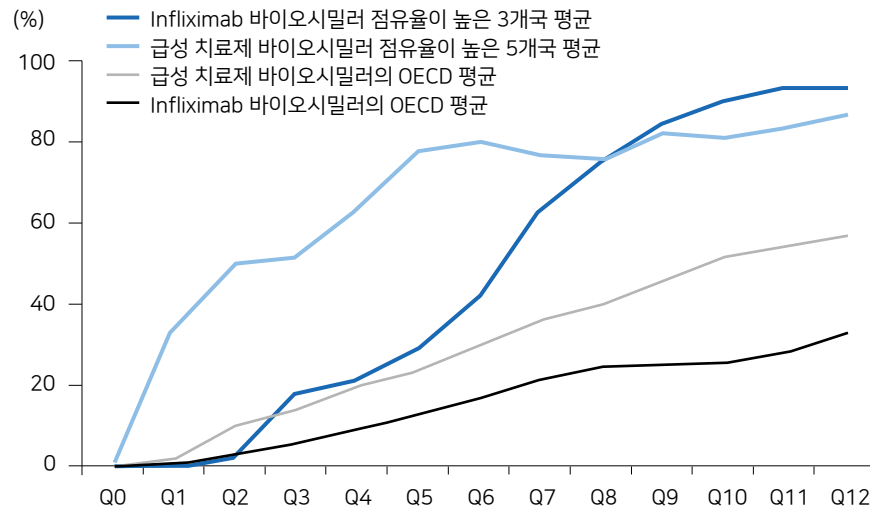
# 항암제 바이오시밀러 역시 빠른 시장 확대 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트익다

## 2. 바이오시밀러 낙관론

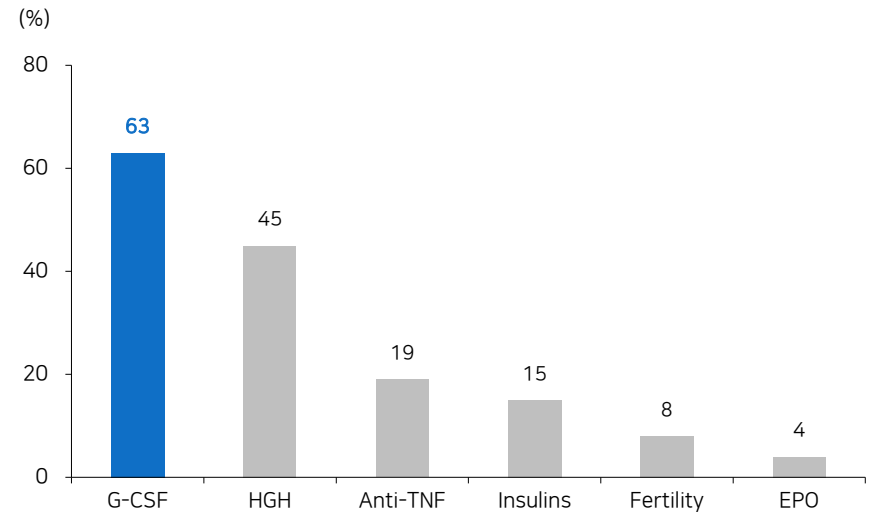
- 항암제라는 약제의 특성상 바이오시밀러의 진입이 어려울 것이라는 시각이 지배적이었으나, 최근 유럽 시장에서 바이오시밀러에 대한 인식에 변화가 발생하기 시작하면서 상황 변화됨
- 항암 치료에 의해 발생하는 호중구감소증을 치료하기 위한 G-CSF의 바이오시밀러의 경우 출시되어 있는 전체 바이오시밀러 계열 중에서 가장 높은 침투율을 보임
- 뿐만 아니라 미국시장은 정책적인 측면으로나 보험사들의 경험이라는 측면에서 인플렉트라(셀트리온)가 보여준 것이 많아 이전과는 다른 양상 기대

### 급성 치료제의 경우 빠른 시장 점유율 확보 가능



자료: HealthCanada, 메리츠증권증권 리서치센터

### 항암치료 보조제 G-CSF 바이오시밀러의 높은 점유율










자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터



# 글로벌 바이오시밀러 개발 현황 종합

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

구분	Original	Original '17 Sales (백만달러)	진입 순위	US		EU	
자가면역 질환 치료제	Remicade (Infliximab)	7,152	1 <sup>st</sup>		'16.12 출시		'14.2 출시
			2 <sup>nd</sup>		'17.7 출시 1위와의 격차 = 약 7개월		'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
	Enbrel (Etanercept)	6,843	1 <sup>st</sup>	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 52억달러 (예상 특허 만료 시점 2028년 11월 22일)			'16.2 출시
			2 <sup>nd</sup>				'17.7 출시 1위와의 격차 = 17개월
	Humira (Adalimumab)	18,427	1 <sup>st</sup>	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 124억달러 (예상 특허 만료 시점 2022년 이후)  Amgen, 2023년 1월 31일 이후 출시하기로 합의 삼성바이오에피스, 2023년 6월 30일 이후 출시하기로 합의		특허 미만료, '17년 기준 유럽 매출액 약 40억달러 추정 (예상 특허 만료 시점 2018년 10월 16일)  Amgen, 2018년 10월 16일 이후 출시하기로 합의 삼성바이오에피스, 2018년 10월 16일 이후 출시하기로 합의	
			2 <sup>nd</sup>				
항암제	Rituxan (Rituximab)	7,504	1 <sup>st</sup>	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 42억달러 (예상 특허 만료 시점 2018년 12월 18일)			'17.4월 출시
			2 <sup>nd</sup>				'17.7월 출시 1위와의 격차 = 3개월
	Herceptin (Trastuzumab)	7,125	1 <sup>st</sup>	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 27억달러 (예상 특허 만료 시점 2019년 6월 18일)			'18.3월 출시
			2 <sup>nd</sup>				'18.5월 출시 1위와의 격차 = 2개월

자료: Cortellis, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

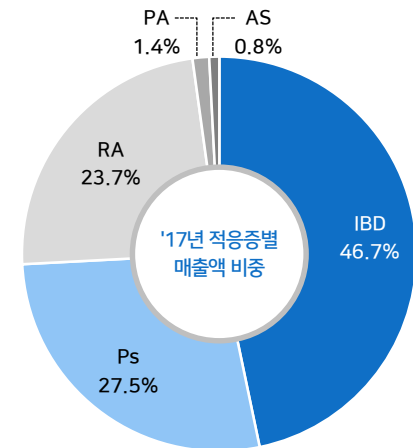
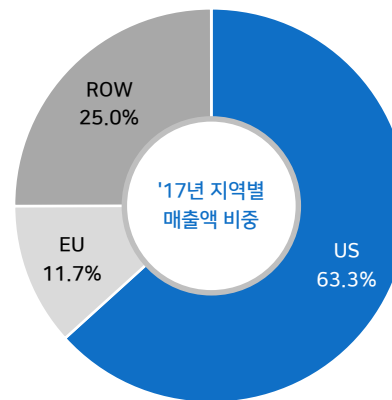
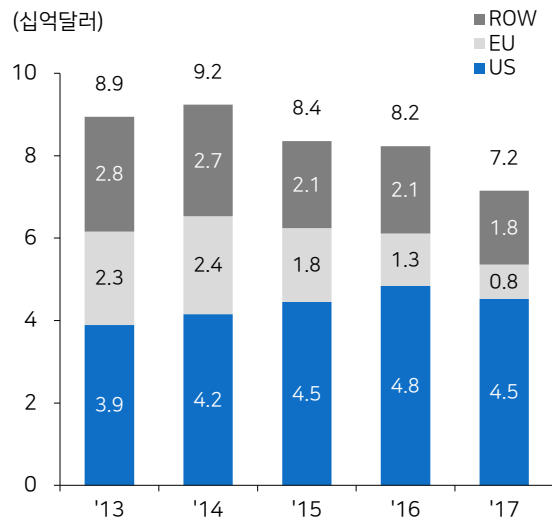
# 1. Remicade(Infliximab; J&J)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 3. 바이오시밀러 개발 현황

- 오리지널 Remicade는 J&J가 일본과 유럽을 제외한 시장에서 판매하고 있음
- 유럽은 Merck가, 일본은 Mitsubishi Tanabe가 판매 중
- 유럽시장에서 바이오시밀러의 처방 확대됨에 따라 '13년 23억 달러에서 '17년 8억달러로 매출액 급감
- 그에 따라 미국시장에서의 매출액이 전체 매출의 63.3% 차지
- 적응증 별로는 IBD가 46.7%로 가장 높은 비중을 차지

## 오리지널 Remicade의 매출액 Break Down



주: IBD(Inflammatory bowel disease): 염증성 장질환, 궤양성대장염(UC; Ulcerative colitis)과 크론병(Crohn disease)을 포함, Ps(Psoriasis): 건선, RA(Rheumatoid arthritis): 류마티스 관절염, PA(Psoriatic arthritis): 건선성 관절염, AS(Ankylosing spondylitis): 강직성 척추염  
자료: Cortellis, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1. Remicade(Infliximab; J&J)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 3. 바이오시밀러 개발 현황

### Remicade 바이오시밀러 출시 현황

	US (특허 만료)		EU (특허 만료)	
1st		'16.12 출시		'14.2 출시
2nd		'17.7 출시 1위와의 격차 = 약 7개월		'16.9 출시 1위와의 격차 = 2년 이상
3rd				

## 허가 신청 제품의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 공정 의견	허가	출시	비고
US	Celltrion	CelltrionHC / Pfizer	Remsima / Inflectra					'16.12	출시 계획 없음
	Samsung Bioepis	Merck	Flixabi / Renflexis					'17.7	
	Pfizer		GP-1111				'17.12		
EU	Celltrion	CelltrionHC / Multi Partner	Remsima / Inflectra					'14.2	출시 계획 미정
	Samsung Bioepis	Biogen	Flixabi / Renflexis					'16.9	
	Pfizer	Sandoz	GP-1111				'18.5		

## 임상3상 후보물질의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	상태	임상 지역	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Amgen	Allergan	ABP710	Active, not recruiting	글로벌	'16.10	'18.8	NCT02937701
	Aprogen	Nichi-Iko	GS-071	Active, not recruiting	글로벌	'17.3	'19.2	NCT02990806

자료: Cortellis, 메리츠증권리서치센터

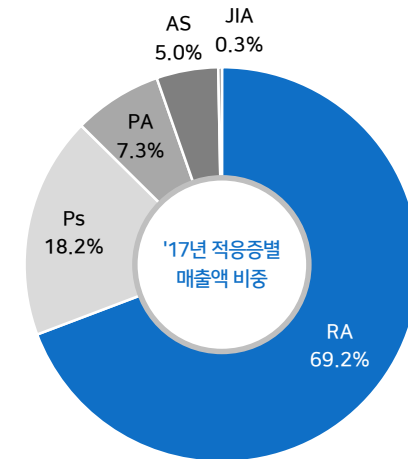
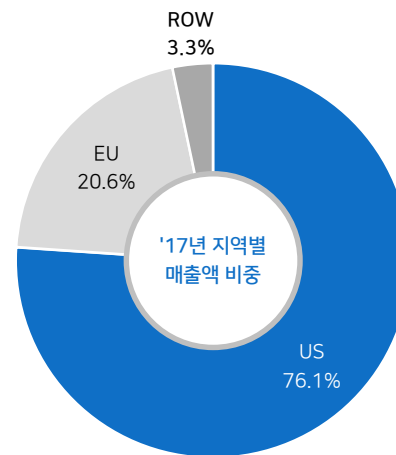
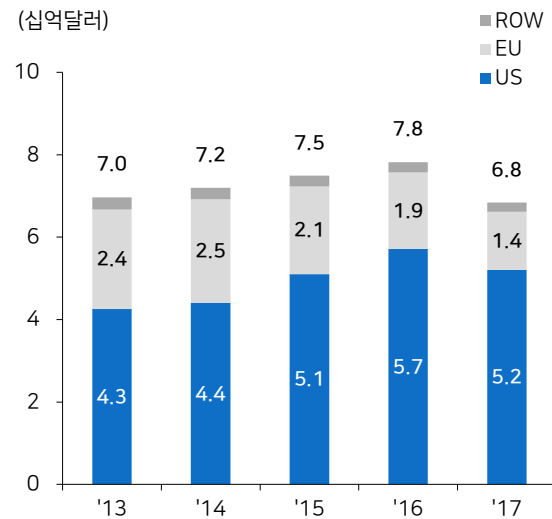
## 2. Enbrel(Etanercept; Amgen)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

- 오리지널 Enbrel은 암젠(Amgen)이 개발하여 화이자(Pfizer)에 유럽시장 판권 이전
- 유럽시장에서 바이오시밀러의 매출액이 확대됨에 따라 '13년 24억 달러에서 '17년 14억달러로 매출액 급감
- 아직 특허가 만료되지 않은 미국시장의 경우 매출액 성장세 지속 되다가 '17년부터 하락세, Remicade 바이오시밀러 출시에 의한 영향으로 추정
- 적응증별로는 류마티스관절염(RA)이 69.2%로 가장 높은 비중 차지 건선(Ps)이 18.2%로 뒤를 이음

### 오리지널 Enbrel의 매출액 Break Down



주: RA(Rheumatoid arthritis):류마티스 관절염, Ps(Psoriasis): 건선, PA(Psoriatic arthritis): 건선성 관절염, AS(Ankylosing spondylitis): 강직성 척추염, JIA(Juvenile idiopathic arthritis): 소아특발성관절염  
자료: Cortellis, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2. Enbrel(Etanercept; Amgen)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

#### Enbrel 특허 및 바이오시밀러 출시 현황

	US (특허 만료)	EU (특허 만료)	
1st	특허 만료, '17년 기준 미국 매출액 약 52억달러 (예상 특허 만료 시점 2028년 11월 22일)	 SAMSUNG BIOEPIS	'16.2 출시
2nd		 SANDOZ A Novartis Division	'17.7 출시 1위와의 격차 = 17개월
3rd			

#### 허가 신청 제품의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 공정 의견	허가	출시	비고
US	Hexal	Sandoz	Erelzi / GP-2015				'16.8		특허문제로 출시 불가
EU	Samsung Bioepis	Biogen	Benepali / SB4					'16.2	
	Hexal	Sandoz	Erelzi / GP-2015					'17.7	

#### 임상3상 후보물질의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	상태	임상 지역	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Coherus		CHS-214	Complete	Global	'14.5	'17.10	Daiichi Sankyo가 생산 문제로 개발 포기
	YL Biologics	Lupin	YLB-113	Complete	Global	N/A	'18.2	'18 EU 허가신청 목표

자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

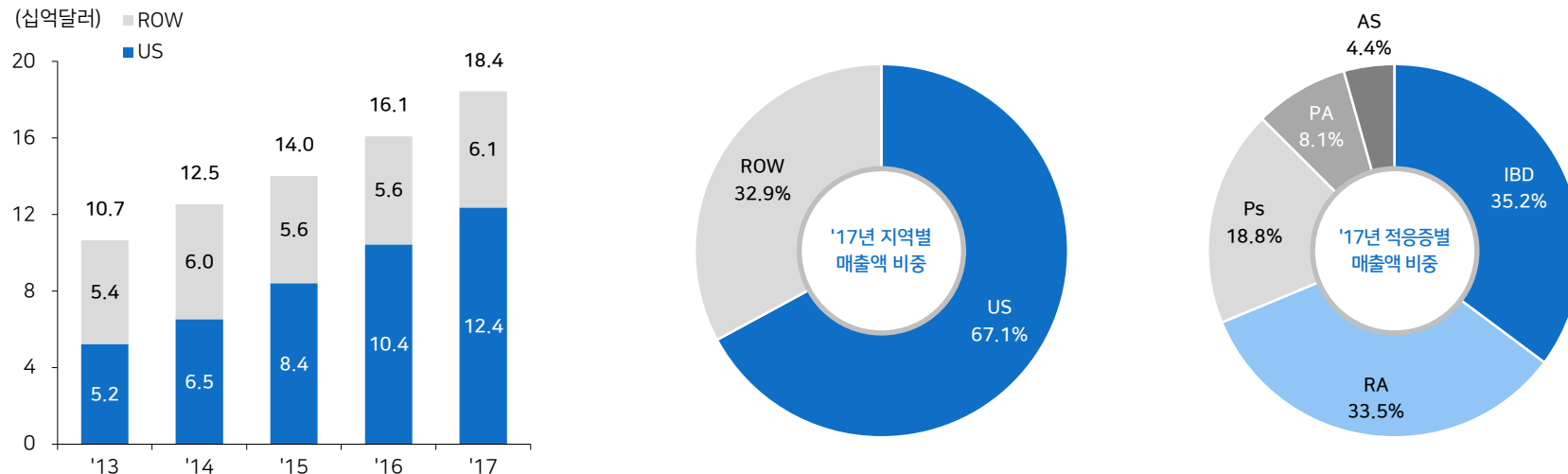
### 3. Humira (Adalimumab; Abbvie)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_ 무르익다

#### 3. 바이오시밀러 개발 현황

- 오리지널 Humira는 애브비(Abbvie)가 직접 전세계 대부분 지역의 판매를 담당하고 있음
- Easia가 아시아 일부 국가에서 Co-promotion 중
- '17년 전세계 판매 1위 의약품으로 글로벌 매출액은 184억 2,700만 달러
- 미국시장에서의 매출액이 전체 매출의 67.1% 차지
- 적응증 별로는 IBD가 46.7%로 가장 높은 비중을 차지

#### 오리지널 Humira의 매출액 Break Down



주: IBD(Inflammatory bowel disease): 염증성 장질환, 궤양성대장염(UC; Ulcerative colitis)과 크론병(Crohn disease)을 포함, Ps(Psoriasis): 건선, RA(Rheumatoid arthritis): 류마티스 관절염, PA(Psoriatic arthritis): 건선성 관절염, AS(Ankylosing spondylitis): 강직성 척추염  
자료: Cortellis, Abbvie, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. Humira (Adalimumab; Abbvie)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

#### 3. 바이오시밀러 개발 현황

#### Humira 특허 및 바이오시밀러 출시 현황

	US (특허 미만료)	EU (특허 미만료)
1st	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 124억달러 (예상 특허 만료 시점 2022년 이후)	특허 미만료, '17년 기준 유럽 매출액 약 40억달러 추정 (예상 특허 만료 시점 2018년 10월 16일)
2nd		
3rd	Amgen, 2023년 1월 31일 이후 출시하기로 합의 삼성바이오페시스, 2023년 6월 30일 이후 출시하기로 합의	Amgen, 2018년 10월 16일 이후 출시하기로 합의 삼성바이오페시스, 2018년 10월 16일 이후 출시하기로 합의

#### 허가 신청 제품의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 공정의견	허가	출시	비고
US	Amgen	Allergan	Amgevira				'16.9		Abbvie와 합의 Abbvie가 특허침해 소송제기
	Boehringer Ingelheim		Cyltezo				'17.8		
	Sandoz		GP-2017		'18.1				
EU	Amgen	Allergan	Amgevira				'17.3		'18년 10월 출시 합의 '18년 10월 출시 합의
	Samsung Bioepis	Biogen	Imraldi / SB5				'17.8		
	Boehringer Ingelheim		Cyltezo				'17.11		
	Sandoz		GP-2017		'17.5				
	Fujifilm Kyowa Kirin	Mylan	FKB-327		'17.5				
	Fresenius		MSB-11022	'17.12					

#### 임상3상 후보물질의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	상태	임상 지역	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Momenta		BAX-923	Complete	Global		'17.2	
	Mylan	Biocon	MYL-1401A	Complete	Global		'17.3	
	Coherus		CHS-1420	Complete	Global		'17.3	

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

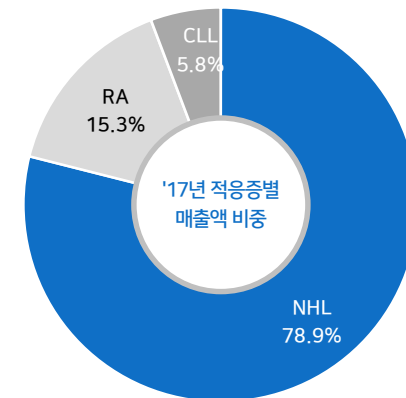
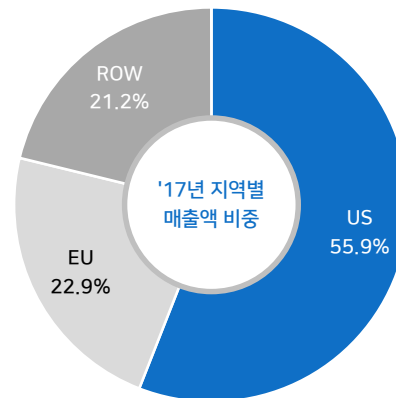
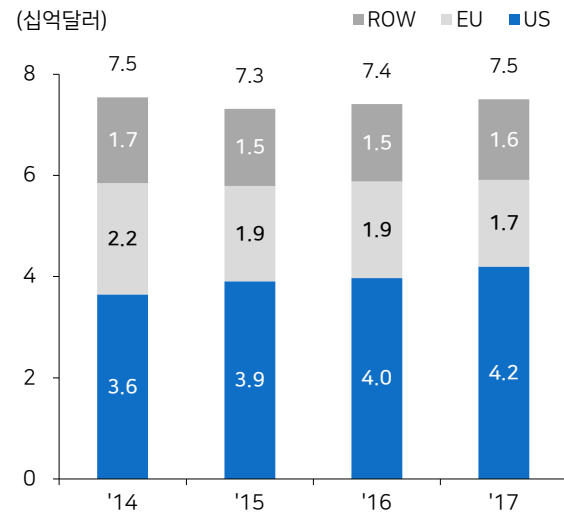
## 4. Rituxan (Rituximab; Roche)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

- 오리지널 Rituxan은 로슈(Roche)가 전 세계 대부분의 국가에서 직접 판매하고 있음
- '17년 4월, '17년 7월 셀트리온과 산도즈(Sandoz)가 유럽시장에서 바이오시밀러 출시
- 그에 따라 유럽 시장 매출 악화 시작
- 적응증 별로는 대표적인 혈액암인 비호치킨 림프종이 78.9%로 대부분의 비중을 차지

### 오리지널 Rituxan의 매출액 Break Down



주: NHL (Non-hodgkin lymphoma): 비호치킨림프종, RA (Rheumatoid arthritis): 류마티스 관절염, CLL (Chronic lymphocytic leukemia): 만성골수성백혈병  
자료: Cortellis, Roche, 메리츠증권증권 리서치센터





## 4. Rituxan (Rituximab; Roche)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

#### Rituxan 특허 및 바이오시밀러 출시 현황

	US (특허 미만료)	EU (특허 만료)	
1st	특허 미만료, '17년 기준 미국 매출액 약 42억달러 (예상 특허 만료 시점 2018년 12월 18일)	 CELLTRION	'17.4 출시
2nd		 SANDOZ A Novartis Division	'17.7 출시 1위와의 격차 = 3개월
3rd			

### 허가 신청 제품의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 공정의견	허가	출시	비고
US	Celltrion	CelltrionHC / Teva	Truxima		'17.6				'18.4 CRL 발부
	Sandoz		Rixathon		'17.9				'18.5 CRL 발부
EU	Celltrion	CelltrionHC / Multi Partner	Truxima					'17.4	
	Sandoz		Rixathon					'17.7	

### 임상3상 후보물질의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	상태	임상 지역	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	Amgen	Allergan	ABP-798	Recruiting	Global	'16.5	'19.4	2H19 허가 신청 계획
	Samsung Bioepis	Archigen	SAIT-101	Recruiting	Global	'17.1	'19.5	

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

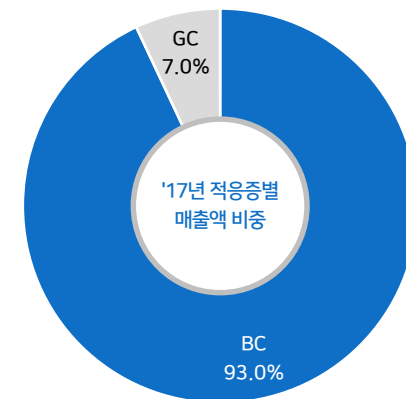
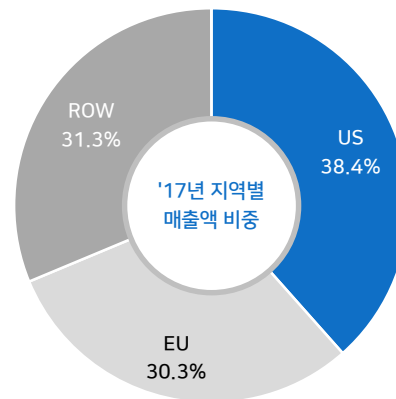
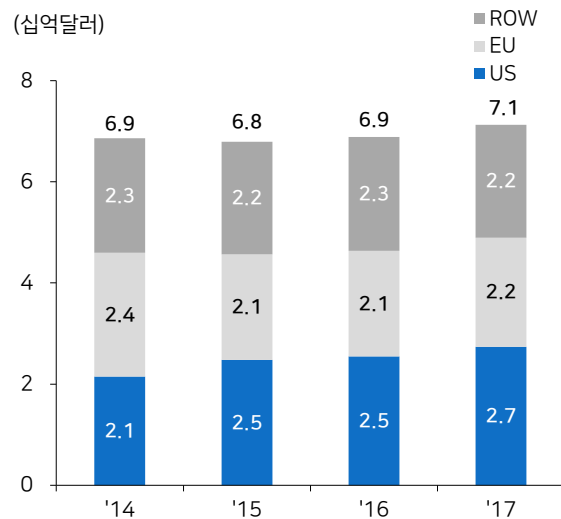
## 5. Herceptin(Trazstuzumab; Roche)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

- 오리지널 Herceptin은 로슈가 전 세계 대부분의 국가에서 직접 판매하고 있음
- 미국, 유럽, 그외 지역의 매출 구성이 고른 편
- 대표적인 유방암 치료제인 만큼 유방암 분야의 매출이 절대적
- 현재 유럽에 삼성바이오에피스와 셀트리온이 진출해 있는 상황

### 오리지널 Herceptin의 매출액 Break Down



주: BC(Breast cancer): 유방암, GC(Gastric cancer): 위암  
자료: Cortellis, Roche, 메리츠증권리서치센터

## 5. Herceptin (Trazstuzumab; Roche)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 바이오시밀러 개발 현황

#### Herceptin 특허 및 바이오시밀러 출시 현황

	US (특허 만료)	EU (특허 만료)
1st	특허 만료, '17년 기준 미국 매출액 약 27억달러 (예상 특허 만료 시점 2019년 6월 18일)	 '18.3 출시
2nd		 '18.5 출시 1위와의 격차 = 2개월
3rd		

#### 허가 신청 제품의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	허가 제출	허가 접수	위원회 긍정의견	허가	출시	비고
US	Mylan	Biocon	Hercules / MYL-14010				'17.12		
	Amgen	Allergan	ABP-980	'17.7					BsUFA Goal date '18.5.28
	Celltrion	CelltrionHC / Teva	Herzuma		'17.6				'18.4 CRL 발부
	Pfzier		PF-05280016		'17.8				'18.4 CRL 발부
	Samsung Bioepis	Merck	Ontruzant		'17.12				
EU	Samsung Bioepis	Biogen	Ontruzant					'18.3	
	Celltrion	CelltrionHC / Multi Partner	Herzuma					'18.5	
	Amgen	Allergan	ABP-980			'18.3			
	Pfzier		PF-05280016		'17.7				
	Mylan	Biocon	Hercules / MYL-14010		'17.12				

#### 임상3상 후보물질의 진행 단계

	원 개발사	파트너사	이름/코드	상태	임상 지역	임상 3상 시작	임상 3상 종료(예정)	비고
임상 단계	N/A							

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터



# 7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

제약/바이오

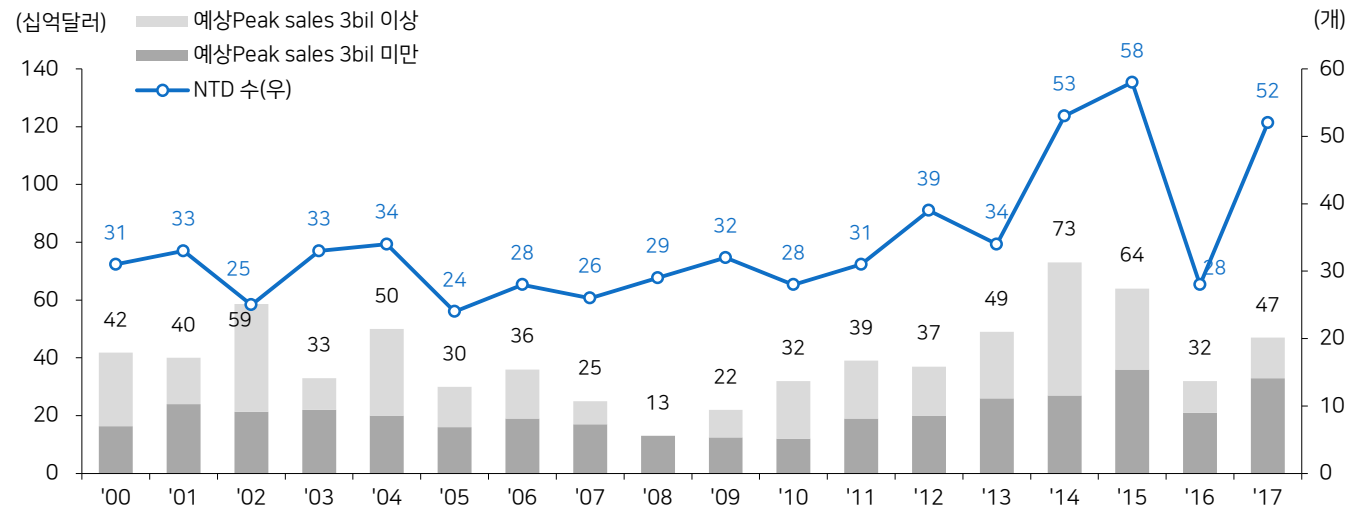
## Part II

신약 개발: 손에 손잡고

## 1. 척박한 신약 개발 환경

- FDA 허가 신약 수는 글로벌 제약산업의 향후 성장성을 가늠하는 중요한 선행지표
- FDA는 2017년 총 52개의 신규 약물을 허가
- 해당 약물들의 최대 매출 추정치는 470억달러로 전년 대비 증가했으나, 평균 최대 매출은 9억달러로 전년대비 소폭 감소
- 최대 매출액이 30억달러 이상이 될 것이라 기대되는 의약품은 총 4종, 예상 최대 매출액은 197억달러로 전년대비 소폭 증가하는데 그침

### FDA허가 신약 수 및 추정 Peak Sales 추이



자료: BCG, 메리츠증권증권 리서치센터

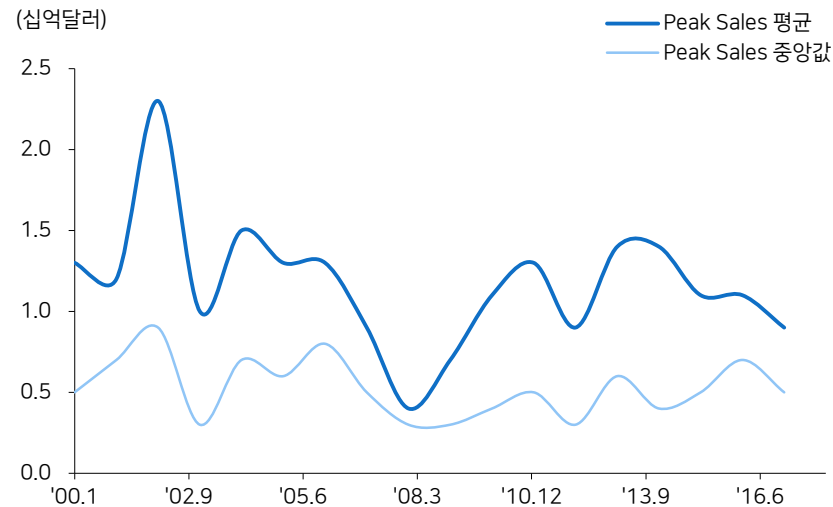
# 대형 블록버스터 신약 감소 추세

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 1. 척박한 신약 개발 환경

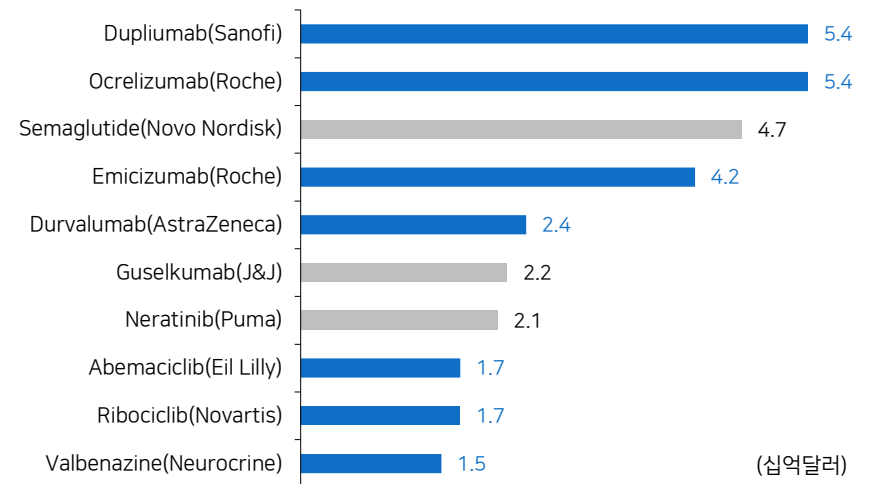
- 평균 최대 매출 및 대형 블록버스터가 감소한 원인은 크게 두 가지로 추정
- 1) 적응증 혹은 적용기전간 경쟁 증가에 따른 점유율 하락 및 가격 압박의 심화, 2) 새롭게 개발되는 신약이 대부분 표적 유전자를 한정하는 등 소규모 시장을 공략하고 있다는 점 등
- 또한 혁신치료제(Breakthrough therapy)로 지정된 물질의 허가가 전년 대비 큰폭(25% → 37%)으로 상승
- 해당 치료제들은 전체 물질의 최대 매출의 합의 65%를 차지할 전망
- 각종 신속심사 프로그램에 지정된 파이프라인에 주목해야 하는 이유

## 허가 신약의 Peak sales 평균 및 중앙값 추이



자료: BCG, 메리츠증권증권 리서치센터

## 예상 Peak sales 상위 10개 의약품과 혁신치료제 지정 약물(파랑)



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

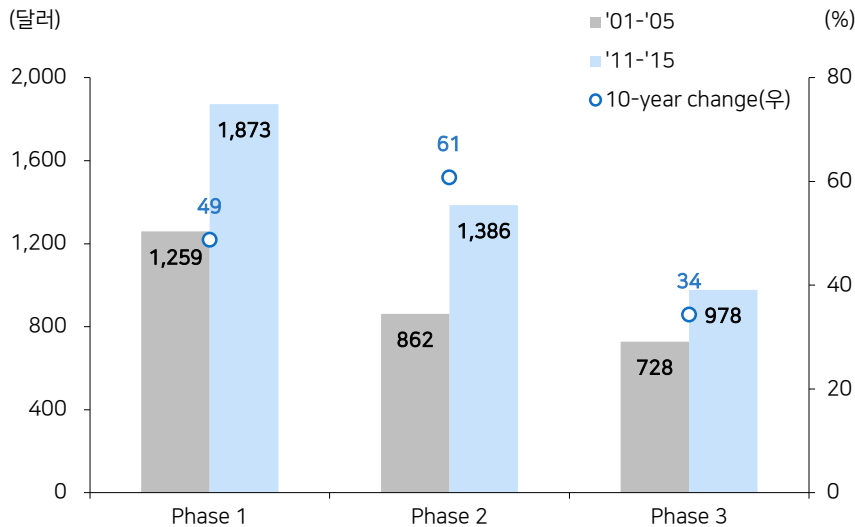
# 꾸준히 증가하는 개발 비용 및 소요 기간

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 1. 척박한 신약 개발 환경

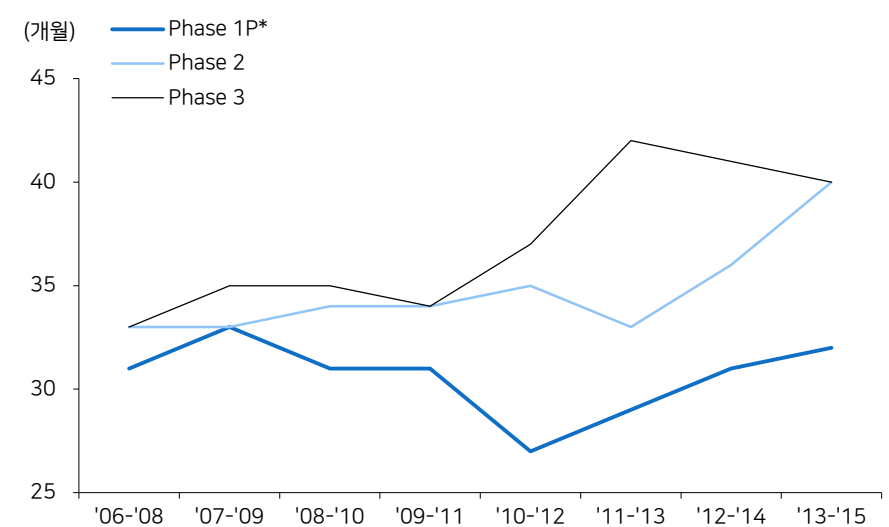
- 임상 비용: '01년-'05년 평균 대비 48% 증가
- 임상시험 소요기간(Cycle time): 임상 2상, 3상 → 평균 40개월.
- '06-'08년대의 30개월 초반 대비 30% 가량 증가
- 임상 3상 기간 증가 대표 요인: 1) 이머징 마켓에서의 임상 진행, 2) 임상 진행의 아웃 소싱에 따른 추가 기간 발생

### 임상 참여 환자가 1회 방문시 소요되는 비용



자료: NRDD(2017), 메리츠증권증권 리서치센터

### 임상시험 소요기간 중간값(Median cycle time)의 변화 추이



주: Phase 1P는 환자에 대한 임상 1상을 의미. 일반적으로 임상 1상은 건강한 성인을 대상으로 함  
자료: NRDD(2017), 메리츠증권증권 리서치센터



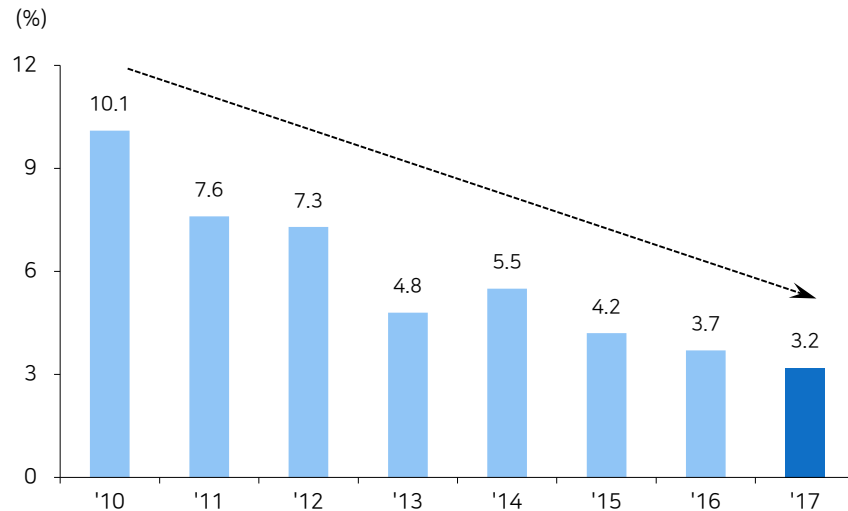
# 비용증가 → 수익성 악화 → 가격인상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 1. 척박한 신약 개발 환경

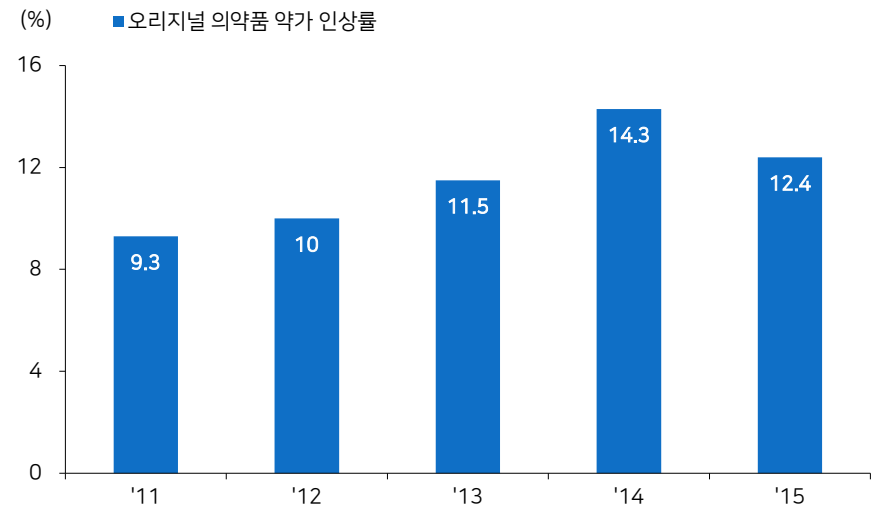
- 특히 R&D비용 증가는 ROI하락으로 이어짐
- 높은 수준의 개발비용을 지출해도 시장이 세분화된 탓에 수익률이 높지 않음
- 그에 따라 글로벌 빅파마의 ROI는 '10년 10.1%에서 '17년 3.2% 까지 추락
- 제약사들은 이를 미국 시장 가격 인상을 통해 만회

주요 글로벌 제약사의 R&D 수익률(ROI) 추이



자료: Deloitte(2017), 메리츠증권리서치센터

미국 오리지널 의약품의 약가 인상률



자료: IQVIA, 한국다국적의약품협회, 메리츠증권리서치센터

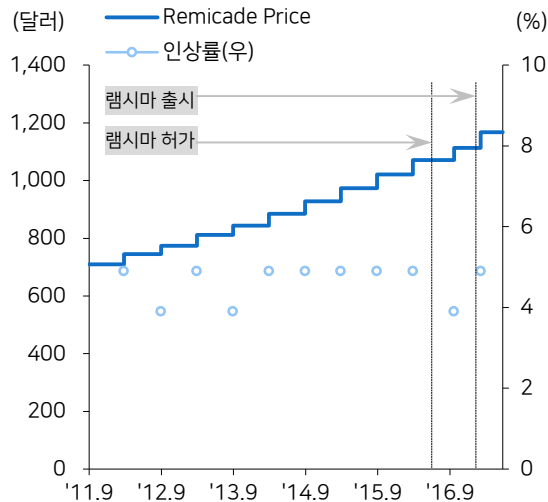
# 출시 이후 지속적인 가격(P) 인상 → 인상폭 축소 압박 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 1. 척박한 신약 개발 환경

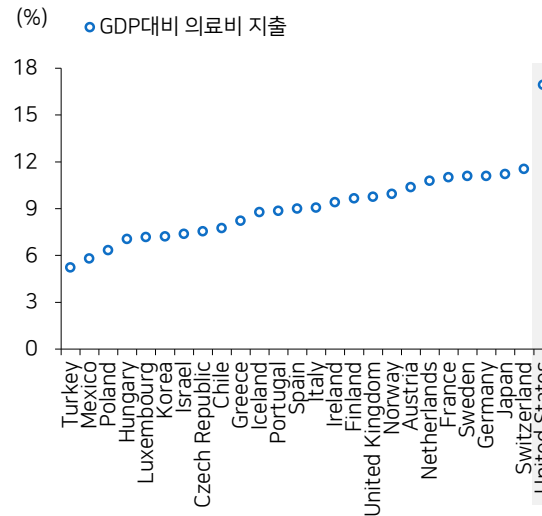
- 미국 시장에서 의약품 가격은 지난 5년간 연간 약 10-13% 수준 인상
- '16년 J&J 매출의 20.8%를 차지한 레미케이드의 경우 경쟁 제품인 램시마(미국 출시명 인플렉트라)의 허가, 출시 이후에도 각각 3.9%, 4.9%의 가격 인상 단행
- 그러나 미국의 GDP대비 의료비 지출은 '15년 기준 16.9%로 과도하게 높음
- 트럼프의 새로운 약가 인하 정책 → 향후 가격 인상폭 8-11%에 그칠 전망

### 오리지널 제품의 지속적인 가격 상승



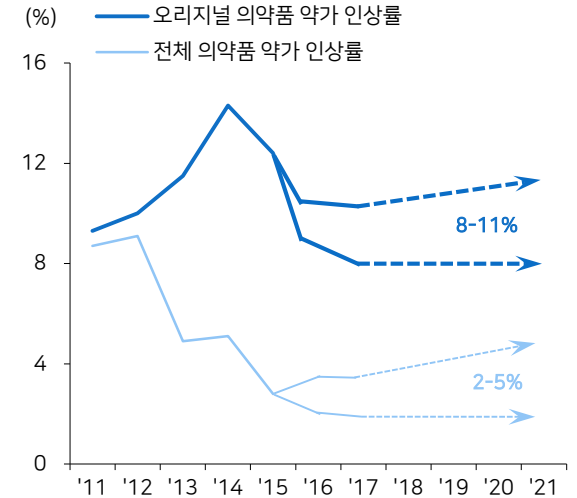
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 2015년 OECD국가의 GDP대비 의료비 지출



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

### 가격인상폭 축소 전망



자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터

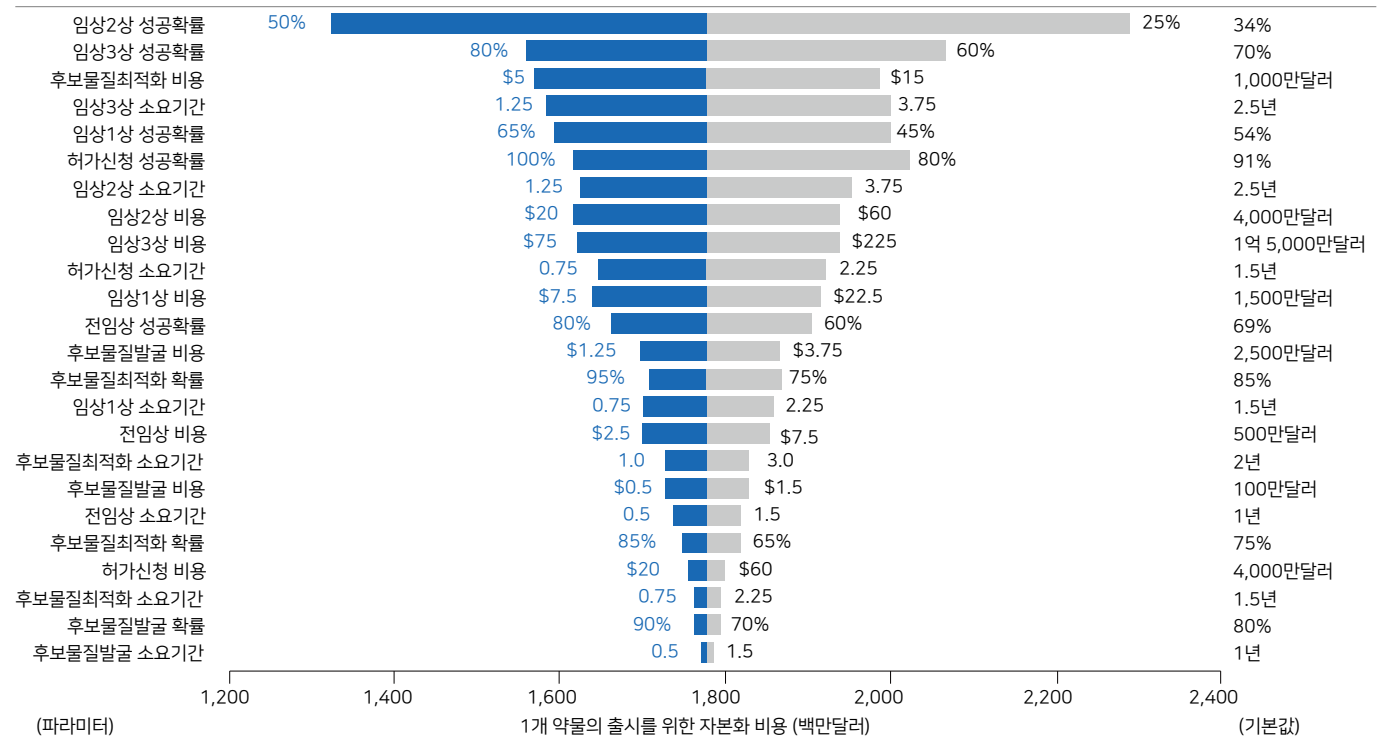
# R&D 생산성 향상을 위한 다각도 노력

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 1. 척박한 신약 개발 환경

- 가격(P)을 올릴 수도 없고 수량(Q)의 증가도 기대 할 수 없는 상황이라면 비용(C) 절감이 최선
- Steven M. Paul 등이 R&D productivity model을 이용해 분석한 바에 따르면 신약 출시 비용은 임상 2상 성공 확률에 의해 가장 큰 영향을 받음. 임상 2상 성공확률이 34%에서 25%로 감소할 경우 출시를 위한 비용은 약 18억달러에서 23억달러로 5억달러(한화 약 6,000억원) 증가

### 신약 출시 비용의 변수 별 민감도

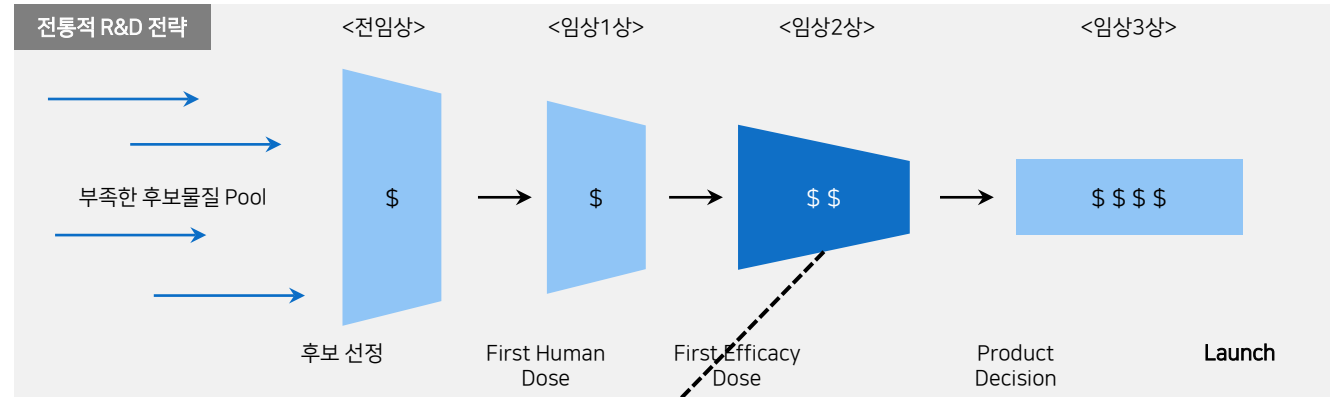


자료: NRDD(2010), 메리츠증권증권 리서치센터

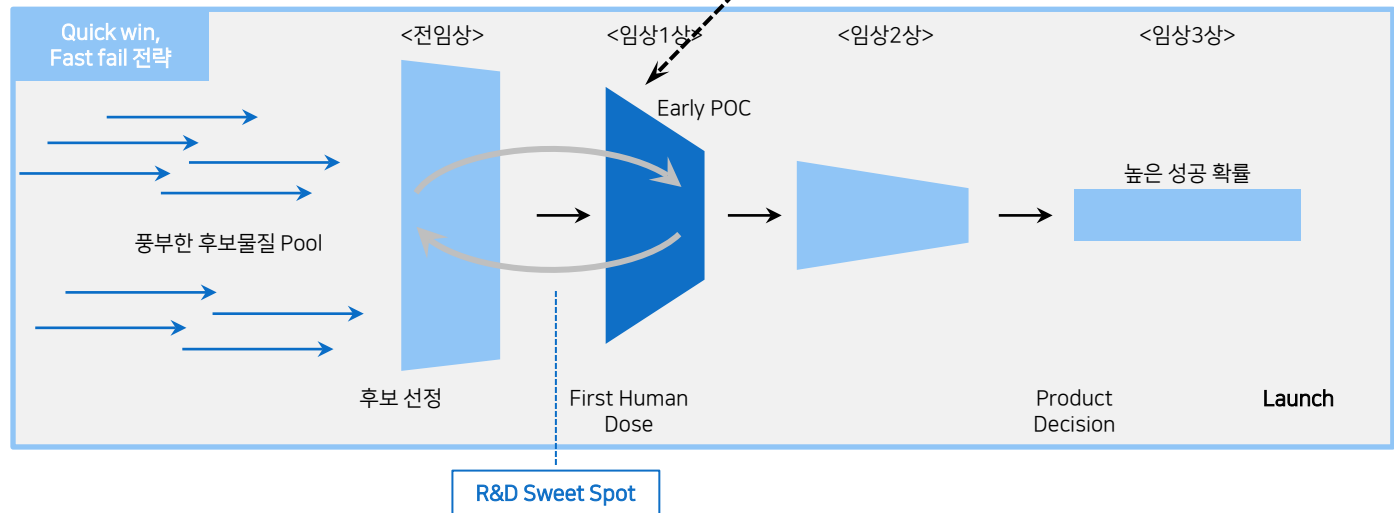
# Quick win, Fast fail 전략을 통해 생산성 극대화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 1. 척박한 신약 개발 환경



- 핵심적인(Critical) 정보를 먼저 파악해서 attrition 을 저렴한 단계로 이동
- 이를 통해 절약한 R&D비용을 다시 Sweet Spot에 재투자 하여 풍부한 후보물질Pool 구성



자료: NRDD(2010), 메리츠중금증권 리서치센터

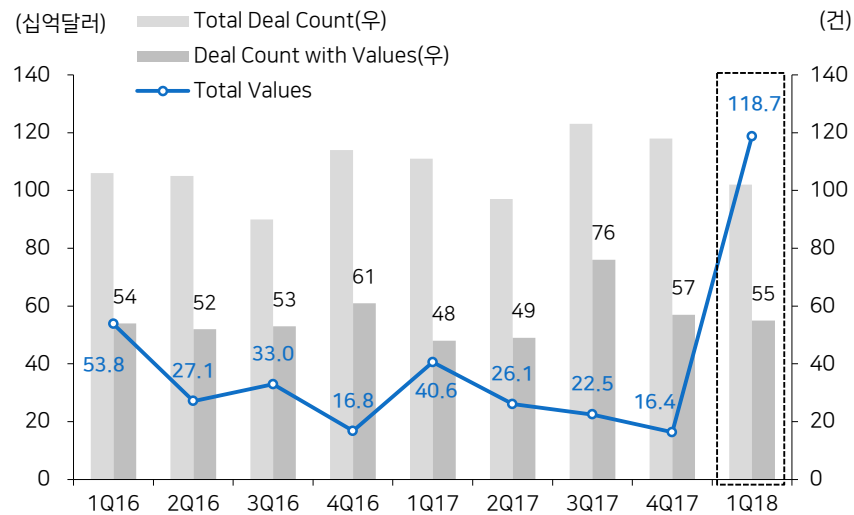
# M&A의 폭발적 증가는 예정된 수준

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

## 2. 글로벌 Deal 현황 및 전망

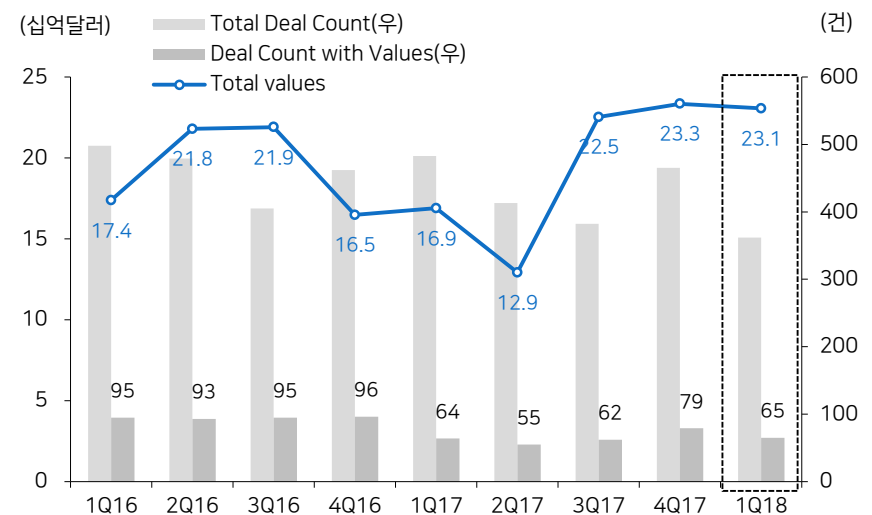
- 제약/바이오 산업의 1분기 라이선스딜 추이는 폭발적 양상
- 1Q18 발표된 M&A deal은 총 130조원 규모
- License Deal 추이 역시 상승세로 전체 계약 가치 25.4조원 기록

### 제약/바이오 M&A Deal 추이



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

### 제약/바이오 License Deal 추이



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

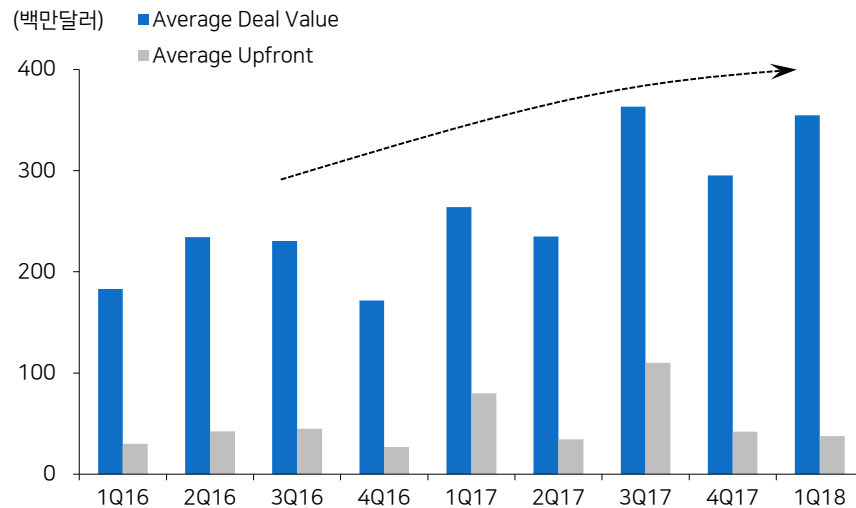
## 초기단계 License 계약 증가 추세

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 2. 글로벌 Deal 현황 및 전망

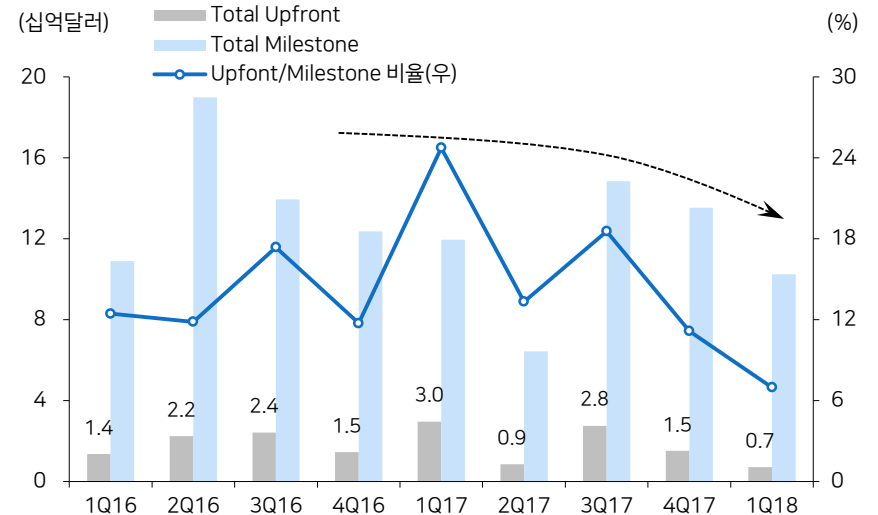
- License Deal의 평균 규모는 3,901억원으로 전년 동기 대비 36.5% 증가
- 반면 계약 초기 선수금인 Upfront는 전년 동기 대비 -52.9% 감소한 414억원 기록
- 주로 초기단계 계약이 많아지고 있다는 증거

#### License Deal 평균 규모 증가



자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

#### Upfront 금액 및 그 비율은 감소



자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

# 암, 치매 그리고 희귀질환

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 2. 글로벌 Deal 현황 및 전망

- 2018년에 쏟아진 계약의 면면을 살펴보면 크게 3가지 분야로 요약
- 암, 치매 그리고 희귀질환이 그 주요 대상
- Celgene이 90억 달러에 인수한 Juno, Novartis가 87억달러에 인수한 AveXis 등
- 이러한 추세 앞으로도 지속될 전망 앞서 다룬 것 처럼 글로벌제약사는 현재 1) 주력 제품의 특허 만료에 따른 매출 하락 압박, 2) 척박한 신약 개발 환경, 3) 트럼프 정부의 세제 개편에 따라 풍부해진 유동성 등과 같은 복합적 환경에 직면했기 때문

## 2018 Top M&A Deal

피인수 회사의 특징	타겟 질환	인수 회사	피인수 회사	인수 금액 (백만달러)	프리미엄 (%)
혈우병 및 희귀 혈액질환 치료제 개발 회사	혈우병 및 희귀 혈액질환	Sanofi	Bioverativ	11,500	64
CAR-T세포를 이용한 항암 치료제 개발 회사	암	Celgene	Juno	9,000	29
AAV를 이용한 유전자 치료제 개발 회사	척수성 근위축	Novartis	AveXis	8,700	72
JAK2 저해제를 이용한 골수섬유증 치료제 개발사	골수섬유증	Celgene	Impact Biomedicine	7,000	비상장
Nanobody를 이용한 새로운 항체 단백질 개발 회사. AbbVie, Merck 등과 협업 중	aTTP, 류마티스관절염 등	Sanofi	Ablynx	4,847	21
이리돔-90을 이용한 간암 치료 방사선 치료기기 개발 회사	간암	Varian Medical Systems	Sitex Medical	1,285	49
파킨슨병 치료제 PXT-002331 개발 회사	파킨슨병	Lundbeck	Prextion	1,117	비상장
임상시험 및 전임상 대행 업체	N/A	Charles River Laboratories	MPI Research	800	비상장
HER2 타겟 화학합성의약품 tucatinib 개발 회사	암	Seattle Genetics	Cascadian	614	69
최소침습 전립선비대증 치료 의뢰기기 개발 회사	전립선비대증	Boston Scientific	NxThera	406	비상장
항암바이러스를 이용한 면역항암치료약물 Cavatak 개발 회사	암	Merck	Viralytics	394	160

자료: Cortellis, 메리츠증권리서치센터

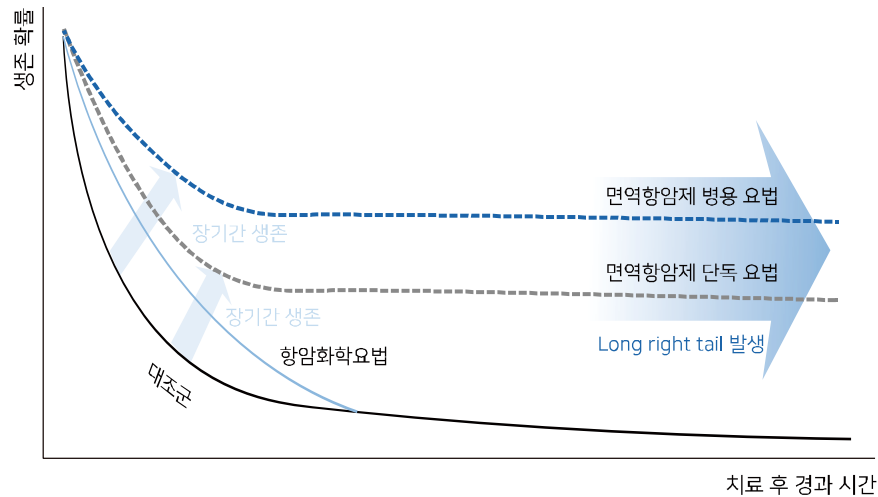
# 항암제 - 면역을 활용하는 무궁무진한 방법

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 3. 핵심 트렌드 점검

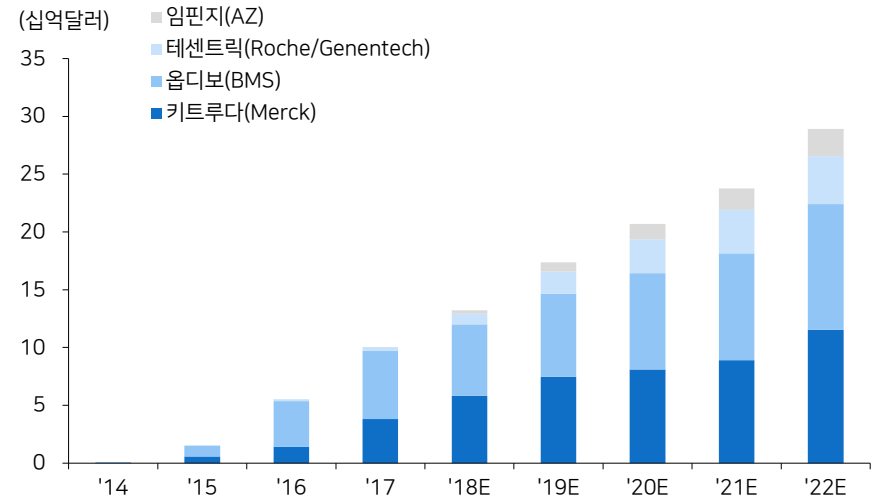
- 면역체계를 활용한 항암제 개발은 꾸준히 지속되어 왔음
- T세포의 항암 면역 활성이 '면역 관문(immune checkpoints)'에 의해 조절된다는 사실이 밝혀지게 되면서 면역 항암제 개발 연구는 큰 전환점 맞이
- PD-1(T세포측)과 PD-L1(암세포측)을 타겟으로 한 면역관문억제제가 활발히 개발되어 현재 각각 2종의 치료제 허가
- 이외에도 인간의 면역을 활용한 치료 방법들이 개발. CAR-T세포 치료제인 킴리아와 예스카타, 항암바이러스 치료제인 임리직 등이 그 예

## 항암제별 생존 곡선



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## PD-1/PD-L1 저해제의 매출 추이 및 전망



자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터



# 항암제 - 면역관문억제제와의 최적의 병용대상을 찾아서

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 3. 핵심 트렌드 점검

- 특히 PD-1 기반 면역관문억제제의 임상 결과 놀라운 효능 데이터 발표
- 그런데 일부 환자에게서만 반응하는 문제 발생. 그에 따라 현재 글로벌 연구 개발 트렌드의 초점은 1) 어떤 사람이 면역관문억제제에 반응하는가, 2) 반응 하는 환자 수를 어떻게 끌어 올릴 수 있는 가에 집중
- 이중 병용요법은 기존의 치료 방법인 small molecule를 활용하는 방식에서 부터 다른 면역관문억제제, 그 외 다양한 치료제와의 병용을 통한 치료 방법이 활발히 연구 중
- 키트루다와 옹디보의 경우 다양한 방면의 병용 요법 임상에 대한 투자

## 민간의 면역을 활용한 치료방식 분류

치료 방식	작용 기전에 관한 사항	Pre-clinical/Clinical Data			개발 현황
		전임상 결과	유효성	안전성	
Cytokines	다양한 효과. MoA가 복잡하여 하나의 기전이라 보기 어려움	Mild	낮음	특정되지 않은 높은 독성 확인	IL-2, IFNα 등이 허가 되었으나 높은 독성과 낮은 효과로 인해 잘 사용되지 않음
세포 치료 (CAR-T 등)	타겟에 대한 작용방식 명확	Mild-High	높은 반응율	사이토카인 방출 증후군 등	CAR-T 허가 되었음. 생산, 공급과정이 복잡함. 타겟이 매우 중요하나 임상적으로 유효한 타겟이 얼마 되지 않음
백신	면역 반응을 통해 측정 가능	동물실험에서 유효 유효	단독요법에서 효과 미미, 병용 요법 연구 해야함	낮은 부작용 발생율	다양한 항암 백신이 임상 진행 중
체크포인트 저해제	여러 작용기전이 있어 다양한 암종에 적용	Mild	일부 환자 장기 생존	조절 가능	허가된 치료제 많음. 이후에도 다양한 치료제가 임상 진행중
접합된 이중 항체 (connecting bi-specific)	T cell과 타겟 암세포를 연결하는 비교적 명확한 기전	High	높은 반응율	중등도-강력한 부작용	블리사이토가 허가 받았음
다중 표적 항체 (dual-specific)	타겟에 따라 다름	타겟에 따라 다름	N/A	N/A	다양한 후보물질이 개발 중
Small molecules	명확하게 밝혀져 있음	High (타겟에 따라 다름)	낮음, 병용 치료 연구 중	Off-target 부작용 발생	IDO를 포함한 여러 물질이 개발 중
항암 바이러스	종양내 주사를 통한 전신 작용에 관한 기전이 명확하게 연구되지 않음	Mild-High	단독 요법에서 중등도 반응율 보임	중등도 부작용	임리직이 허가 받은 바 있음. 대부분 종양내(IT) 주사로 개발 중이며 일부 전신 작용제로 개발 되고 있음
기타 보조제	다양한 효과. MoA가 복잡하여 하나의 기전이라 보기 어려움	병용시 효과	낮음	전신 투여시 높은 부작용	허가 받은 치료제 없음, 단독 요법에서 효과 입증 실패

자료: NRDD, 메리츠종금증권 리서치센터

## 항암제 - 병용임상 → 결과 발표 → Deal

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

### 3. 핵심 트렌드 점검

- BMS와 Merck는 옵디보, 키트루다가 갖는 부족한 반응율과 효과를 채우기 원함
- 그에 따라 각각 자사의 치료제와 병용을 통해 우수한 효과를 도출해 낸 Cytokine 개발 회사, 항암바이러스 개발회사에 투자
- Gilead 역시 기존의 CAR-T 치료제가 갖는 한계인 생산, 운송의 어려움을 극복하고자 손쉽게 유전자를 편집할 수 있는 기술 도입
- 임상 결과를 확인한 후 Deal이 진행되는 추세. 병용임상에 돌입한 국내 회사들의 개발 동향도 주목

#### 면역 관문 억제제와의 병용요법 진행/진행 목표 파이프라인

개발사	적용 타겟 (기술)	후보 물질	특이 사항
제넥신 (네오이뮤넵)	IL-7	HyLeukin	AACR에서 전임상 데이터 발표, Roche의 테센트릭과 병용 임상 계획
파맙신	VEGFR	Tanibirumab	Keytruda와 병용요법 임상 진행 중
에이치엘비 (LSK바이오)	VEGFR	Apatinib	AACR에서 PD-1 병용 전임상 데이터 발표
테라젠이텍스 (메드팩토)	TGF-β	TEW-7197	병용관련 임상 1상 진입 예정
신라젠	Oncolytic virus	Pexa-vec	다수의 면역관문억제제와 병용 진행 중
제넥신	DNA Vaccine	GX-188E	Keytruda와 병용요법 임상 진행 중

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

#### PD-1/PD-L1 병용 관련 주요 Deals

시점	계약 주체	파트너	면역관문 억제제	파트너 약물	파트너 약물 특징	대상 암종
'15.6	Merck	Viralytics	Keytruda	Cavatak	Oncolytic virus	방광암
'16.10	Merck	제넥신	Keytruda	GX-188E	Cancer vaccine	자궁 경부암
'17.2	Merck	베링거인겔하임	Keytruda	Gilotrif	Chemical(EGFR 타겟)	폐암
'17.3	Roche/ Genentech	Bavarian Nordic	Tecentriq	CV301	Cancer vaccine	방광암
'17.5	BMS	Advaxis	Opdivo	ADXS-DUAL	TAA gene deliver Bacteria	자궁 경부암
'17.5	Pfizer/ Merck KGaA	EpiThany	Bavencio	EP-101	Multi-antigen vaccine	유방암
'17.6	AstraZeneca	Eleven Biotherapeutics	Imfinzi	Vicinium	Fusion protein	방광암
'17.6	Roche/ Genentech	Inovio Pharmaceuticals	Tecentriq	INO-5401	Cancer vaccine	방광암
'18.2	BMS	Nektar Therapeutics	Opdivo, Yervoy	NKTR-214	IL-2R complex	여러 암
'18.2	Merck	Viralytics	Keytruda	Cavatak	Oncolytic virus	여러 암
'18.2	Merck	파맙신	Keytruda	Tanibirumab	Chemical(VEGFR2 타겟)	유방암

자료: Biopharma Dealmakers, Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

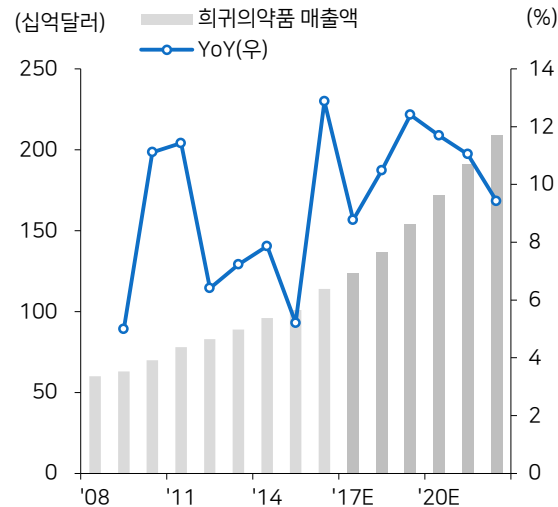
# 희귀 난치성 질환 - 높은 투자 매력

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 3. 핵심 트렌드 점검

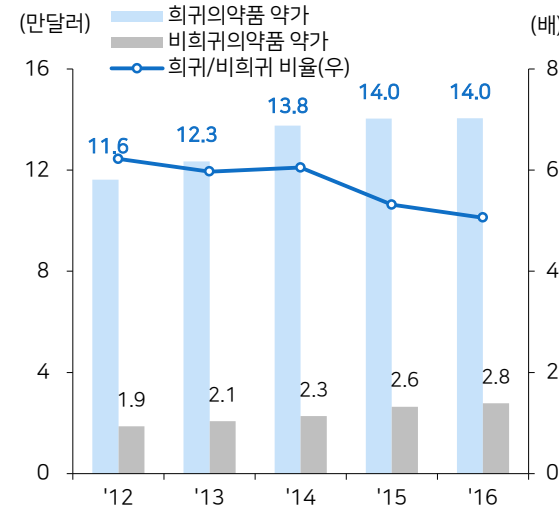
- 복잡한 글로벌 제약환경이 희귀질환 치료제에 대한 투자 매력 높여
- 제도적 측면: FDA 포함한 다수의 규제기관은 제약사들의 개발을 유도하기 위해 '희귀의약품법' 제정
- 개발 시간 단축 측면: 희귀의약품으로 지정 받게 될 경우 신속 심사 프로그램의 대상 가능성
- 가격적 측면: 희귀의약품을 투여 받는데 드는 연간 비용은 비희귀의약품 보다 5.1배 높아
- 보험 적용의 측면: 희귀의약품의 93%는 보험혜택을 받고 있어
- 국내 개발사 역시 희귀질환에 대한 투자 지속적으로 이어지고 있으며, 글로벌 규제당국으로부터 제도적 지원을 받는 사례 급증

### 희귀의약품 시장 연평균 11.1% 성장 전망



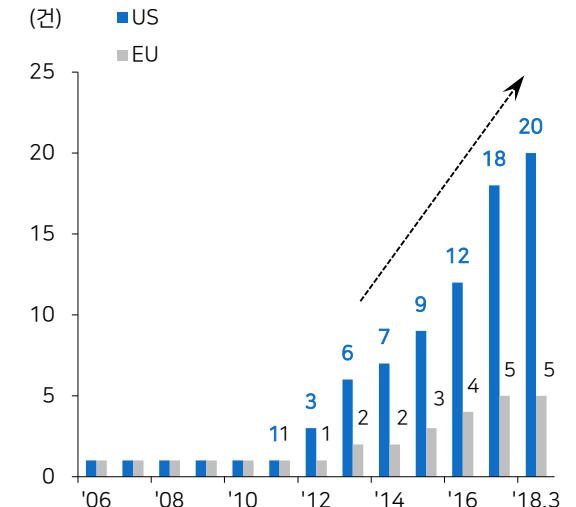
자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권증권 리서치센터

### 희귀/비희귀 의약품의 평균 약가 추이



자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 개발사의 희귀의약품 지정 파이프라인 현황



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

# 희귀 난치성 질환 - 국내 제약사의 희귀의약품 개발 현황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 국내 개발사의 미국, 유럽 희귀의약품 지정 의약품

지정 지역	개발사	상품명/코드명	적응증	개발 단계	지정일시
US	파맵신	tanibirumab	재발성교모세포종	임상 2상(호주)	'18.3
	한미약품	HM-15136	고인슐린혈증	Discovery	'18.2
	바이오리더스	BLS-ILB-MD1	뒤센근위축증	임상1상(국내)	'17.12
	엔지켐생명과학	EC-18	급성방사선증후군	Discovery	'17.12
	SK바이오팜	carisbamate	레녹스가스토증후군	Discovery	'17.8
	레고켐바이오	delpazolid	결핵	임상2상(국내)	'17.7
	메드팩토	TEW-7197	간암	임상1상(미국)	'17.6
	바이오팜솔루션즈	JBPOS-0101	영아연축(뇌전증 증후군)	Discovery	'17.3
	제넥신	GX-H9	성장호르몬결핍	임상2상(유럽)	'16.11
	바이오팜솔루션즈	JBPOS-0101	중첩발작	임상1상(캐나다)	'16.7
	알바이오	Vascostem	버거씨병	임상2상(국내)	'16.5
	큐리언트	Q-203	결핵	임상1상(미국)	'15.12
	메지온	udenafil	선천성심장질환	임상3상(미국)	'15.8
	바이로메드	VM202-ALS	루게릭병	임상2상(미국)	'14.2
	메디포스트	Pneumostem	기관지폐이형성증	임상2상(미국)	'13.11
	GC녹십자	GC-1102	B형간염	임상2상(국내)	'13.5
	GC녹십자	GC-1111	헌터증후군	국내허가	'13.2
	SK바이오팜	carisbamate	영아연축(뇌전증 증후군)	Discovery	'12.3
	한올바이오파마	HL-143	베체트병	개발중단	'12.3
	젬백스	GV-1001	췌장암	국내허가	'06.7
EU	알바이오	Vascostem	버거씨병	임상2상(국내)	'17.3
	메지온	udenafil	선천성심장질환	임상3상(미국)	'16.12
	메디포스트	Pneumostem	기관지폐이형성증	임상2상(미국)	'15.6
	GC녹십자	GC-1102	B형간염	임상2상(국내)	'13.7
	젬백스	GV-1001	췌장암	국내허가	'06.7

자료: Cortellis, 메리츠종금증권 리서치센터

# RNA 기반 치료제 - 티핑 포인트(Tipping Point)에 도달

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 3. 핵심 트렌드 점검

- RNA 관련기술을 이용하여 개발중인 Pipeline 은 총 732개에 달하며 지속적으로 증가
- 그간 허가 및 시장 확대에 어려움을 겪었던 RNA치료제 속속 허가 및 시장 확대
- Spark는 Exondys 51을 지난 '16년 9월 허가, Ionis역시 Spinraza의 판매 승인을 지난 '16년 12월 획득
- 두 약물의 '17년 매출은 각각 1억 4,900만달러, 8억 8,300만달러로 '22년이면 모두 블록버스터급 약물일 될 전망

## 민간의 면역을 활용한 치료방식 분류

허가일	상품명	성분명	적응증	적용기술	투여방식	타겟	개발사	파트너사	'17년 매출 (백만달러)	'22년 매출 전망 (백만달러)
'98.11 (철회)	Vitravene	fomivirsen	AIDS환자의 거대세포 바이러스 망막염	antisense	직접투여 (안구)	CMV의 IE2 gene	Ionis	CIBA	N/A	N/A
'04.12	Macugen	pegaptanib	습성노인성황반변성	aptamer	직접투여 (안구)	VEGF protein	Valeant	Pfizer	N/A	N/A
'13.1	Kynamro	mipomersen	동형접합 가족성 고콜레스테롤혈증	antisense	피하주사	apoB-100 gene	Ionis	Kastle	N/A	N/A
'16.9	Exondys 51	eteplirsen	뒤시엔느형 악성 근이영양증	exon skipping	정맥주사	dystrophin gene exon 51	Sarepta		149	900
'16.12	Spinraza	nusinersen	척수성 근위축	antisense	직접투여 (CSF)	SMN2 gene	Ionis	Biogen	883	2,898

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

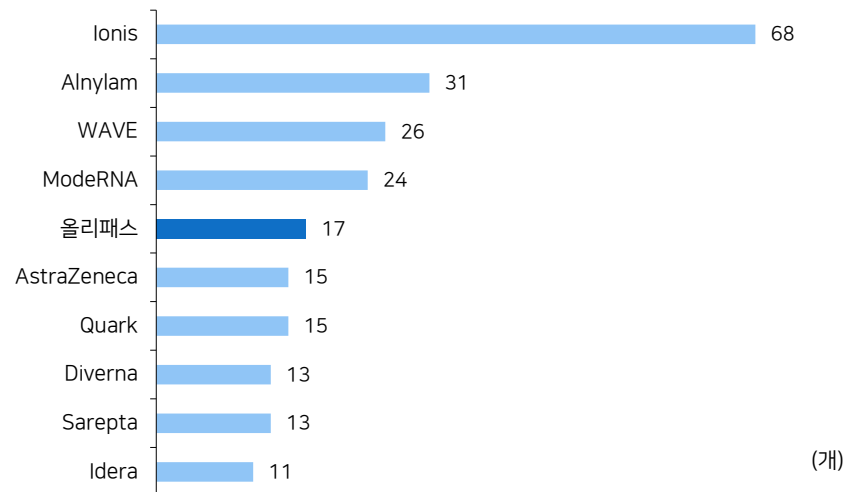
## RNA 기반 치료제 - 개발 현황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

### 3. 핵심 트렌드 점검

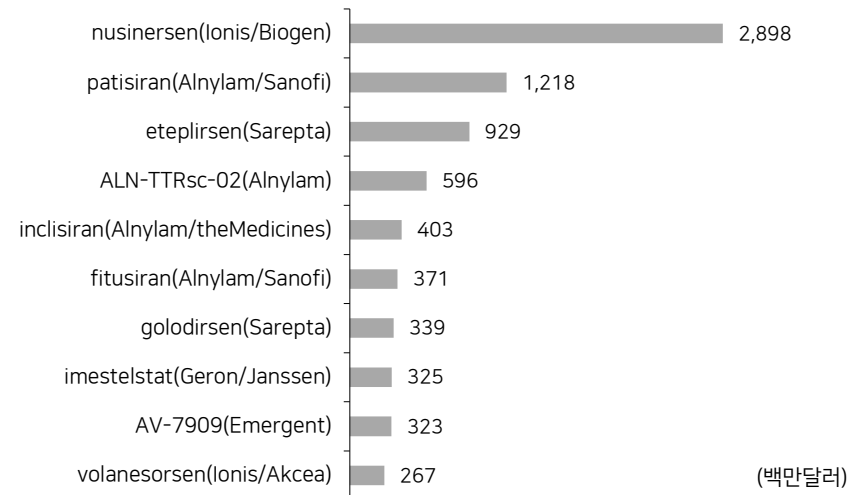
- 가장 많은 파이프라인을 개발하고 있는 회사는 Ionis로 등록된 후보물질만 68종
- 그 뒤를 Alnylam이 31개로 뒤쫓고 있으며, 국내회사도 이 열기에 동참
- 비상장 회사인 올리패스가 17개, 올릭스가 8개의 파이 프라인을 개발 중
- 올릭스와 올리패스 모두 연내 상장 추진 예정. 올릭스의 경우 지난 5월 25일 상장심사 승인 획득

#### Oligonucleotide 치료제 개발사 현황



자료: Cortellis, 메리츠증권리서치센터

#### Oligonucleotide 치료제 '22년 추정 매출액 상위 물질



자료: Cortellis, 메리츠증권리서치센터

# 글로벌 임상 3상 개발 현황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

## 임상 3상 진입 Pipeline의 임상 진행률 및 향후 예정(목표) Milestone

개발 단계	기준 연월	개발사	제품/코드	작용기전	적응증	등록환자 (명)	목표환자 (명)	진행률 (%)	Estimated Milestones
P3	'18.04	신라젠	Pexa-vec	종양세포 특이적 GM-CSF발현	HCC	290	600	48.3	2019 임상 종료, 4Q20 출시 예정
	'18.05	바이로메드	VM-202	Naked HGF-DNA	DPN-1	406	477	85.1	4Q18 추적관찰 완료, 2H19 결과 확인 예상
					PAD	11	300	3.7	2020년 결과 확인 예상
					DPN-2	0	300	0.0	2020년 결과 확인 예상
	'17.10	LKSB (HLB)	Apatinib	TK Inhibitor	GCC	298	459	65	2Q18 1차 완료 목표, 4Q18최종완료, 2H19 상용화
	'18.05	메지온	Udenafil	PDE5 Inhibitor	폰탄수술 환자치료	390	400	97.5	2Q18 환자 모집 완료, 4Q18 3상 완료, 1Q19 NDA신청
	'18.05	티슈진	Invossa	TGF-beta	OA	0	1,020	0.0	2Q18 임상 3상 시작 예정. 2021년 3상 완료 예정
	'18.05	한미약품	Rolontis	LAPS G-CSF	Neutropenia	405	405	100.0	4Q18 신약 허가 신청, ASCO에서 파트너사가 발표 예정.
			Efpeglatanide		당뇨	-ing	218		2021년 임상 3상 종료 예정
	'18.05	제넥신	GX-H9		성장호르몬 결핍	-ing	4,000		3Q18 미국 임상 3상 IND 신청, 2019년 임상 3상 진행 예정

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

## Event Calendar

개발사	후보물질	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
메지온	Udenafil	환자모집 완료		3상 완료	허가신청		허가	출시				
LSKB(HLB)	Apatinib	1차 완료		최종 완료	허가신청		허가	출시				
한미약품	Rolontis	ASCO 발표		허가신청				허가	출시			
신라젠	Pexa-vec					환자모집 종료			허가신청		허가	출시
바이로메드	VM-202		관찰 완료	결과확인				허가신청				허가
티슈진	Invossa	3상 진입										
제넥신	GX-H9		3상 IND		3상 진입							

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터





# 7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

제약/바이오

## Part III

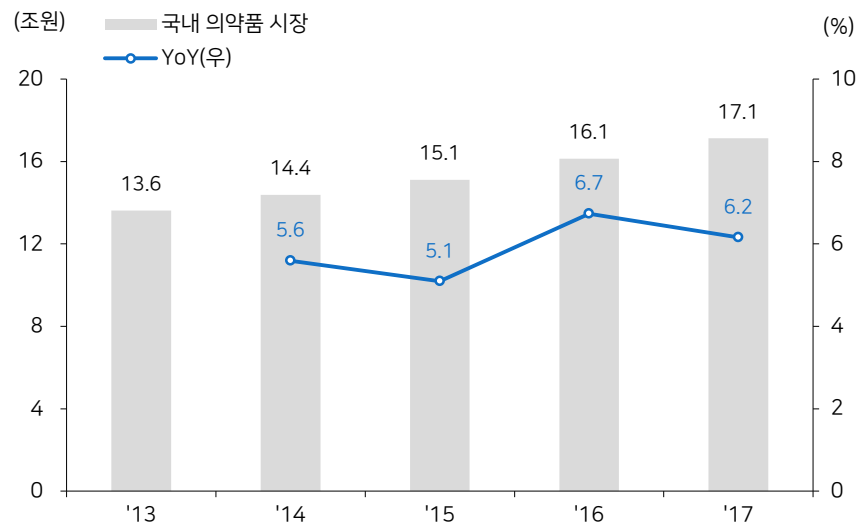
전문의약품: 내수보다는 수출

## 꾸준히 성장 중인 국내 의약품 시장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

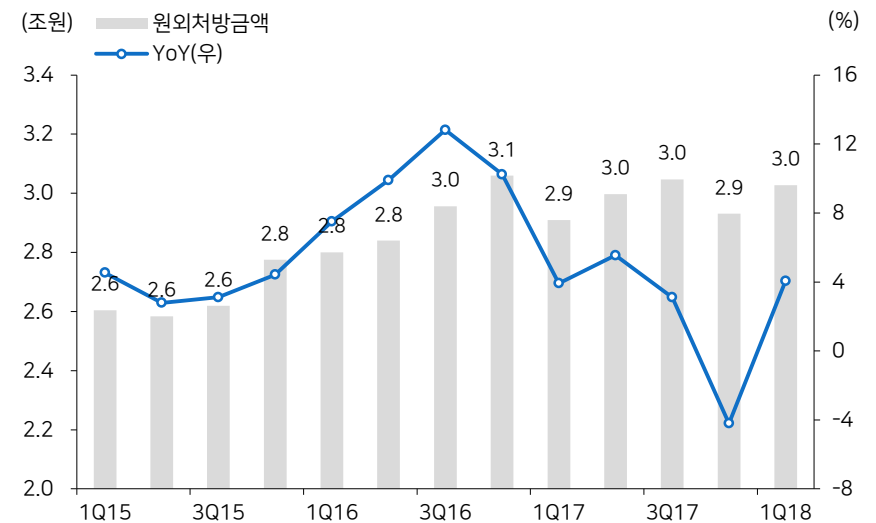
- '12년 일괄 약가 인하 이후 저성장 국면에 접어들었던 국내 제약산업은 약가 인하에 따른 영향을 빠르게 회복하며 '17년 전년 대비 6.2% 성장한 17.1조원을 기록
- '17년 원외처방금액은 꾸준한 성장을 거듭하며 분기 3조원 수준의 추이 지속
- '18년 1분기 누적 원외처방 금액은 3.0조원을 기록하며 전년 동기 대비 +4.1% 증가
- 다만, '16년 평균 10% 수준으로 증가하던 원외처방 금액 성장률은 '17년 2.1% 수준으로 다소 둔화

국내 의약품 시장 규모



자료: IQVIA, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 원외처방 시장 규모



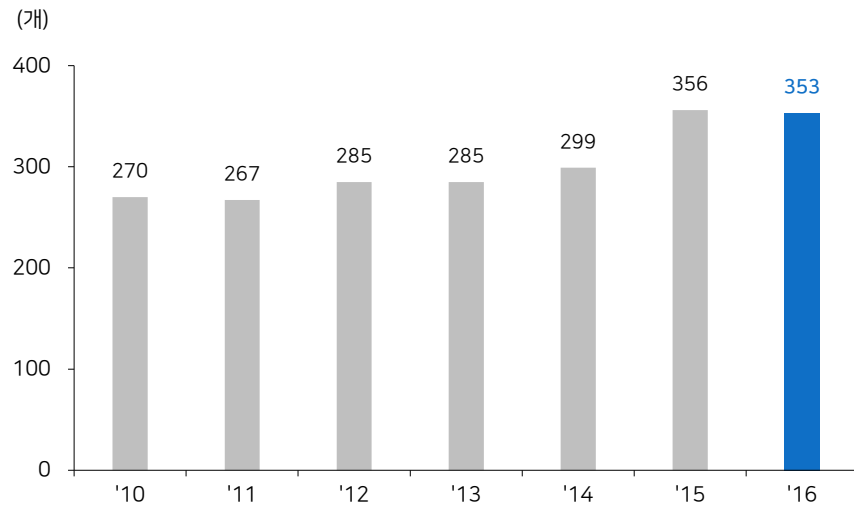
자료: 유비스트, 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 시장 제네릭 경쟁 심화 여전

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

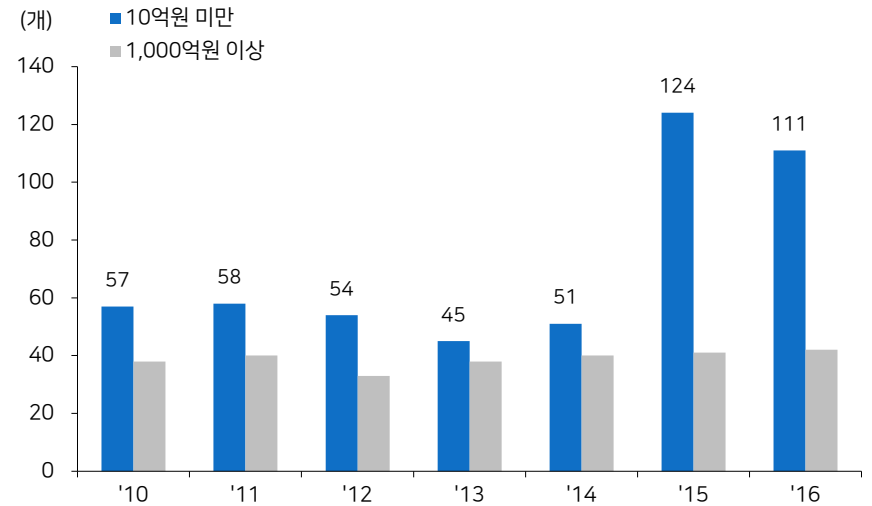
- 규제 개혁으로 인해 중소형·영세 제약사는 높은 비용이 소요되는 생동 시험이나 초기투자 필요한 GMP수준의 공장 없이 원하는 신제품 허가 가능
- 300개 업체 미만으로 유지되던 완제의약품 생산 업체수는 '15년 전년대비 19% 증가한 356개 도달하여 '16년 전년 수준 유지
- 10억원 미만을 생산하는 영세 업체 증가 수준 여전

완제의약품 생산 업체 수 추이



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

생산 금액 별 완제의약품 생산 업체 수



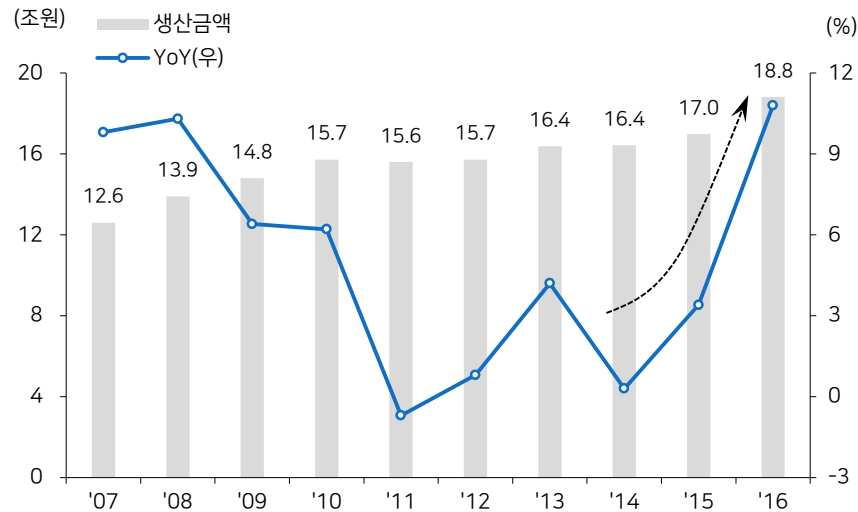
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

## 돌파구는 수출에 있다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

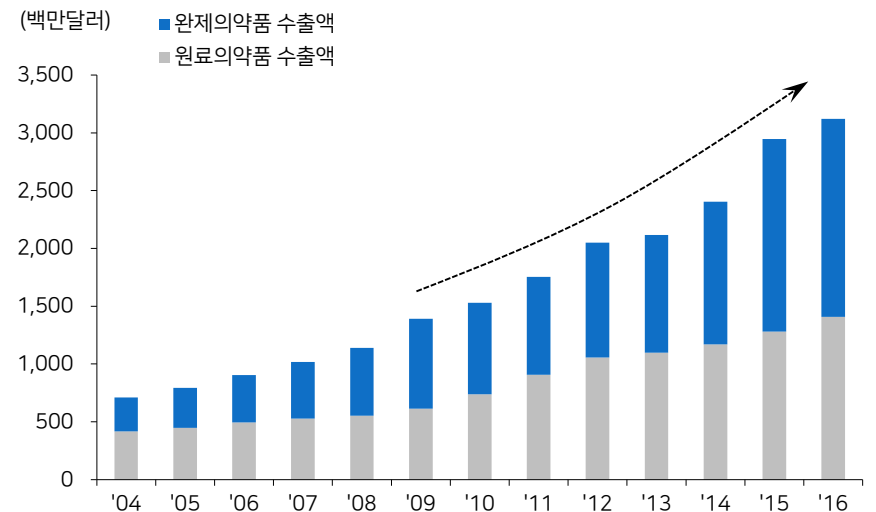
- '15년은 수출 물량 확대에 따라 생산량 17조원 (+3.4% YoY) 돌파, '16년은 내수 성장의 결과로 생산량 증가하여 18.8조원 (+10.8% YoY) 달성
- 의약품 수출액은 '07년 최초로 10억달러를 초과 달성한 이후 9년만인 지난 '16년 3배 수준인 31억 2,000만 달러 기록
- 원료의약품 수출이 더 높은 비중을 차지했던 과거와는 달리 완제의약품이 수출 비중의 54.8%를 차지
- 수출을 통한 성장이 기대되는 전문의약품 개발사에 주목

### 의약품 생산 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

### 의약품 수출액 추이



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

# 7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 제약/바이오

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
셀트리온(068270)	Buy	325,000원
셀트리온헬스케어(091990)	Buy(신규)	130,000원
유한양행(000100)	Buy	300,000원
종근당(185750)	Buy	175,000원
대원제약(003220)	Buy	25,000원

# 셀트리온(068270) 바이오시밀러의 대명사

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

Buy

적정주가 (12개월)	325,000원
현재주가 (5. 28)	271,000원
상승여력	19.9%
KOSPI	2,478.96pt
시가총액	339,823억원
발행주식수	12,540만주
유동주식비율	63.65%
외국인비중	21.86%
52주 최고/최저가	373,500원 / 91,776원
평균거래대금	4,916.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
셀트리온홀딩스 외 54인	22.87
Ion Investments B.V	12.45
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-2.0 -1.5
6개월	34.8 36.7
12개월	194.7 180.0
<b>주가그래프</b>	



## 2018년 매출액 1조 1,807억원, 영업이익 5,981억원 전망

- 1분기 실적 기대치 부합, 향후 트룩시마와 허쥬마의 물량 확대에 따라 램시마의 가격 인하효과 상쇄 예상
- 트룩시마 유럽시장에 성공적으로 진입하여 경쟁사 대비 우월한 위치 선점, ASP가 높은 파이프라인의 매출 확대에 따라 다소 빠빠한 생산 일정에도 불구하고 매출액 지속 성장 전망

## CRL 이슈 해소, 3공장 증설, 1공장 증설 완공 등 단계적 가치 상향 기대

- CRL 이슈 해소에 따라 Teva 의뢰 fremanezumab, 트룩시마, 허쥬마, 차례로 허가 예상
- 향후 지속 가능한 성장을 위한 3공장 증설 계획 역시 연중 발표 계획
- 진행중인 1공장 5만리터 증설 4분기 중 기계적 완공, '19년 벨리데이션 완료시 총 cpap. 19만L

## 투자의견 Buy, 적정주가 325,000원으로 상향

- 명실상부 글로벌 바이오시밀러 개발&생산 1위 업체
- '19년 예상 EBITDA에 동사의 '17년 평균 12m Fwd EV/EBITDA 32.1배 적용 및 향후 출시 예정인 램시마SC의 가치 5조 5,810억원 반영한 SOTP Valuation

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	670.6	249.7	178.0	1,427	11.7	16,447	73.8	6.4	38.6	9.5	37.4
2017	949.1	522.0	399.4	3,195	121.6	19,380	69.2	11.4	43.7	17.8	34.5
2018E	1,180.7	598.1	447.7	3,573	11.2	22,850	77.0	12.0	46.7	16.9	16.6
2019E	1,566.7	858.7	645.3	5,146	44.0	27,996	53.4	9.8	32.7	20.2	15.3
2020E	2,078.9	1,135.1	868.6	6,927	34.6	34,923	39.7	7.9	23.8	22.0	13.6

# Valuation

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

투자의견 Buy,  
적정주가 325,000원

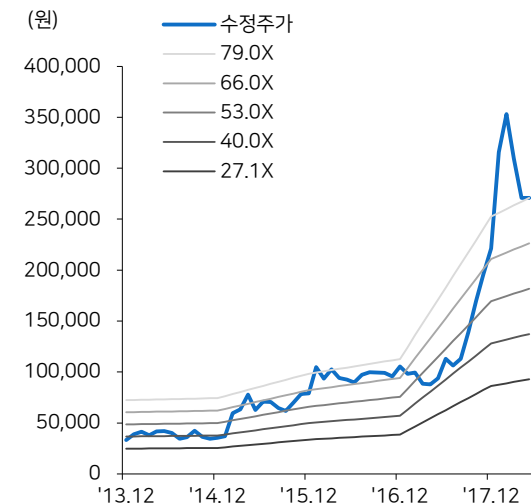
- 셀트리온에 대해 투자의견 Buy를 제시하고 적정주가를 325,000원으로 상향
- 영업가치는 '19년 추정 EBITDA에 '17년 평균 12m Fwd EV/EBITDA인 32.1배 적용
- 동사의 '16, '17, 18년 평균 EV/EBITDA는 각각 31.9, 32.1, 46.3배로 1) 유럽 시장에 진입한 바이오시밀러의 침투가 빨라지고 있는 점, 2) 미국 실적 개선 핵심 요소인 정책의 개선이 기대되는 점, 3) 허주마, 트룩시마, 램시마SC등 지속적인 성장모멘텀이 준비되어 있는 점 등을 감안할 때 '17년 수준의 프리미엄은 정당하다고 판단

## 셀트리온 SOTP Valuation

		가치	배율	조정 비율	환산 가치	비고
1. 영업가치	(A)					
기존사업		1,032.7	32.1		33,148.6	'19년 EBITDA에 '17년 평균 12m Fwd EV/EBITDA 32.1 배 적용
2. 파이프라인가치	(B)					
Remsima SC		5,581.0			5,581.0	유럽시장 점유율 20%, 성공확률 70%를 가정한 파이프라인 가치
3. 비영업가치	(C)					
셀트리온제약		2,928.9		55.1	1,613.5	60일 평균 시가총액
4. 순차입금	(D)				-299.8	'18년말 예상치
5. 주주가치					40,643.0	
6. 주식수(주)					124,539,619	
7. 적정주가(원)					326,346	

자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

## EV/EBITDA Band Chart



자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

## 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'17E	'18E	'19E
매출액	274.3	245.0	269.6	329.8	336.3	949.1	1,180.7	1,566.7
(% YoY)	31.3	24.6	9.5	42.1	22.6	41.1	24.4	32.7
바이오의약품	239.6	220.4	234.6	293.9	293.9	832.8	1,042.8	1,410.0
제품	214.2	220.4	234.6	293.9	293.9	771.5	1,042.8	1,410.0
용역	25.5	0.0	0.0	0.0	0.0	61.3	0.0	0.0
케미컬의약품	33.8	24.2	34.6	34.8	41.6	113.9	135.2	153.6
제품	25.8	19.7	30.0	31.7	30.9	94.0	112.3	129.2
상품	8.0	4.5	4.6	3.2	10.6	19.9	22.9	24.4
기타	0.8	0.4	0.3	1.1	0.9	2.4	2.6	3.0
매출총이익	209.5	156.1	173.3	235.4	219.3	687.1	784.2	1,047.7
(GPM)	76.4	63.7	64.3	71.4	65.2	72.4	66.4	66.9
영업이익	154.2	116.5	126.6	186.7	168.2	522.0	598.1	858.7
(OPM)	56.2	47.5	47.0	56.6	50.0	55.0	50.7	54.8
당기순이익(지배)	105.3	83.4	97.6	141.6	125.1	399.4	447.7	645.3
(NPM)	38.4	34.1	36.2	42.9	37.2	42.1	37.9	41.2

자료: WiseFN, 메리츠증권 리서치센터



## 셀트리온 (068270)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	670.6	949.1	1,180.7	1,566.7	2,078.9
매출액증가율(%)	11.1	41.5	24.4	32.7	32.7
매출원가	274.0	262.0	396.5	519.0	688.7
매출총이익	396.6	687.1	784.2	1,047.7	1,390.2
판매비와관리비	146.9	165.1	186.1	189.0	255.1
영업이익	249.7	522.0	598.1	858.7	1,135.1
영업이익률(%)	37.2	55.0	50.7	54.8	54.6
금융손익	-9.8	-16.6	-0.6	0.0	0.0
중속/관계기업관련손익	0.6	2.5	-0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.2	-2.2	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	229.3	505.8	596.9	858.7	1,135.1
법인세비용	48.9	105.0	150.2	214.8	268.4
당기순이익	180.5	400.7	446.7	643.9	866.7
지배주주지분 순이익	178.0	399.4	447.7	645.3	868.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,254.1	1,615.1	1,479.8	2,211.2	3,356.3
현금및현금성자산	268.4	419.2	403.7	924.5	1,648.9
매출채권	758.3	828.4	672.6	804.3	1,067.2
재고자산	184.8	200.6	264.2	315.9	419.2
비유동자산	1,767.9	1,843.6	2,022.2	1,991.6	1,772.6
유형자산	867.9	844.2	924.2	970.7	840.8
무형자산	848.3	951.9	1,002.9	910.4	790.5
투자자산	21.9	33.2	78.6	93.9	124.6
자산총계	3,021.9	3,458.7	3,502.0	4,202.8	5,128.8
유동부채	610.3	616.8	278.1	333.8	371.1
매입채무	21.2	21.0	14.4	17.3	22.9
단기차입금	344.0	323.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	127.0	93.9	44.2	54.2	0.0
비유동부채	212.7	270.4	221.3	222.4	244.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	208.0	224.1	164.6	154.6	154.6
부채총계	823.0	887.1	499.3	556.2	615.6
자본금	116.6	122.7	125.1	125.1	125.1
자본잉여금	747.6	760.8	760.4	760.4	760.4
기타포괄이익누계액	6.5	8.7	22.3	22.3	22.3
이익잉여금	1,168.7	1,562.2	1,998.0	2,643.3	3,511.9
비지배주주지분	145.3	147.0	137.3	135.9	134.0
자본총계	2,199.0	2,571.6	3,002.6	3,646.5	4,513.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	250.9	516.6	657.0	684.7	850.4
당기순이익(손실)	180.5	400.7	446.7	643.9	866.7
유형자산감가상각비	39.9	39.0	39.8	41.5	129.8
무형자산상각비	48.7	64.5	97.5	132.5	119.9
운전자본의 증감	-73.6	-69.5	28.4	-133.2	-266.1
투자활동 현금흐름	-162.5	-264.3	-228.4	-163.9	-71.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-14.2	-21.0	-120.1	-88.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	2.1	-8.8	-46.2	-15.4	-30.7
재무활동 현금흐름	28.7	-96.3	-436.9	0.0	-54.2
차입금증감	-132.5	-38.0	-432.1	0.0	-54.2
자본의증가	103.1	19.3	2.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	118.5	150.8	-15.5	520.7	724.4
기초현금	149.9	268.4	419.2	403.7	924.5
기말현금	268.4	419.2	403.7	924.5	1,648.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,377	7,592	9,422	12,494	16,578
EPS(지배주주)	1,427	3,195	3,573	5,146	6,927
CFPS	2,964	5,002	5,961	8,235	11,044
EBITDAPS	2,713	5,004	5,868	8,235	11,044
BPS	16,447	19,380	22,850	27,996	34,923
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	73.8	69.2	77.0	53.4	39.7
PCR	35.5	44.2	46.1	33.4	24.9
PSR	19.6	29.1	29.2	22.0	16.6
PBR	6.4	11.4	12.0	9.8	7.9
EBITDA	338.4	625.5	735.3	1,032.7	1,384.8
EV/EBITDA	38.6	43.7	46.7	32.7	23.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	17.8	16.9	20.2	22.0
EBITDA이익률	50.5	65.9	62.3	65.9	66.6
부채비율	37.4	34.5	16.6	15.3	13.6
금융비용부담률	2.1	1.4	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	17.7	39.9			
매출채권회전율(x)	0.9	1.2	1.6	2.1	2.2
재고자산회전율(x)	3.2	4.9	5.1	5.4	5.7

# 셀트리온헬스케어(091990) 성장에 의심이 없다면

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

## Buy(신규)

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (5. 28)	99,300원
상승여력	30.9%
KOSDAQ	879.69pt
시가총액	139,533억원
발행주식수	14,052만주
유동주식비율	32.71%
외국인비중	32.94%
52주 최고/최저가	153,800원 / 43,803원
평균거래대금	1,247.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
서정진 외 11인	37.59
One Equity Partners IV, L.P	18.07
Ion Investments B.V	10.51
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	6.8 7.6
6개월	15.4 1.4
12개월	0.0 0.0
<b>주가그래프</b>	



## 2018년 매출액 1조 5,059억원, 영업이익 3,035억원 전망

- 1분기 실적은 기대치 하회, 1분기가 전체 실적에서 차지하는 비중은 10% 미만으로 큰 의미를 두기 어려움
- 렘시마와 트룩시마, 허쥬마가 이끄는 안정적인 유럽 시장의 성장세에 더불어 꾸준히 성장하고 있는 미국 시장의 성과에 힘입어 '18년 매출액 1조 5천억원 달성에 무리 없을 전망

## CRL 이슈 해소 및 트룩시마 연내 미국 허가 기대

- 최근 문제가 되었던 CRL 이슈에 해소에 대한 Teva의 강한 자신감 표명, 셀트리온 역시 조기 해소에 대한 자신감 피력. 이에 따라 연내 트룩시마 미국 허가 기대
- 경쟁사인 Sandoz 역시 CRL 발부 받았으며 어떠한 문제 때문인지 밝히지 않아 장기화 가능성 높음
- 트룩시마, 허쥬마의 경우 인플렉트라를 통한 경험, 정책적 지원 등에 의해 빠른 점유율 확대 예상

## 투자의견 Buy, 적정주가 130,000원으로 커버리지 개시

- 트룩시마, 허쥬마, 렘시마SC의 출시로 2022년 까지 높은 수준의 성장률 유지 전망
- 유통만을 담당하고 있으나, 영업이익을 함께 공유한다는 점에서 셀트리온과의 차별점 미미. 예상 12m. Fwd EPS 2,839원에 셀트리온의 '17년 평균 12m Fwd PER인 45.9배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.7	178.6	122.9	1,081	256.7	5,674	0.0	0.0	1.5	21.4	206.4
2017	920.9	153.7	157.4	1,254	16.0	12,189	86.6	8.9	92.4	13.4	68.4
2018E	1,505.9	303.5	288.5	2,054	63.8	14,205	48.0	6.9	43.1	15.6	58.8
2019E	2,593.6	543.7	425.3	3,027	47.3	17,231	32.6	5.7	23.2	19.3	59.9
2020E	3,623.8	750.9	591.4	4,209	39.1	21,440	23.4	4.6	15.9	21.8	64.5

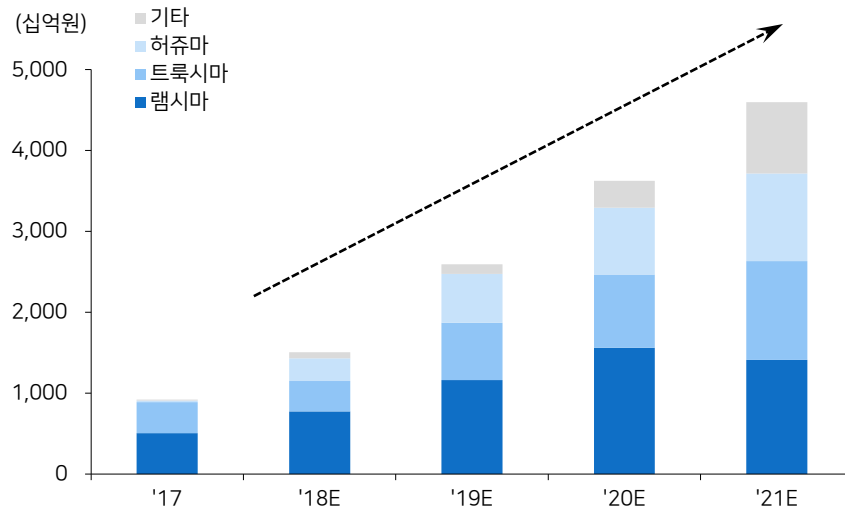
# Valuation

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

투자의견 Buy,  
적정주가 130,000원 제시

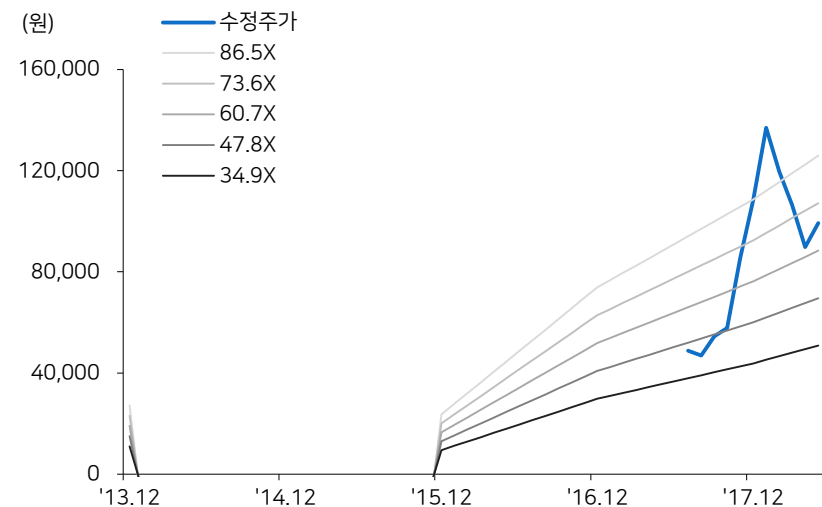
- 셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 130,000원으로 커버리지 개시
- 트룩시마, 허쥬마, 램시마SC의 출시로 2022년 까지 높은 수준의 성장률 유지 전망
- '18년, '19년, '20년 예상 매출액 성장률 각각 63.5%, 72.2%, 39.7%
- 셀트리온헬스케어가 셀트리온이 개발&생산한 제품의 유통을 담당하고 있으나, 전체 매출액에서 비용을 제한후 이익을 공유하는 구조이기 때문에 셀트리온과의 차별점 미미
- 적정주가는 12m. Fwd EPS 2,839원에 셀트리온의 '17년 평균 12m Fwd PER인 45.9배 적용

셀트리온헬스케어 매출액 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 PER Band Chart



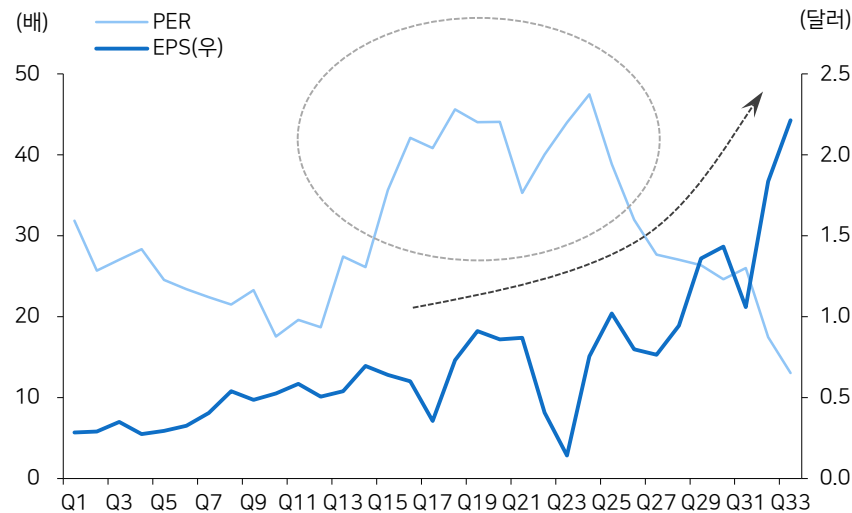
자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

## 성장에 확신이 있다면

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무트릭다

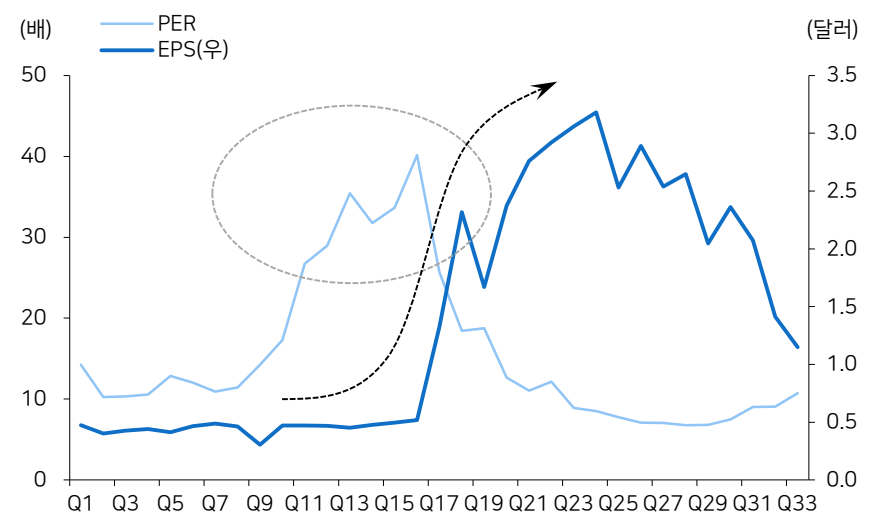
- 성장기 제약사의 밸류에이션은 대부분 큰 기대감으로 인해 높은 프리미엄을 형성
- 높은 수준의 성장성에 의심이 없다면 프리미엄에 올라타 성장기를 누리는 것이 합리적
- 셀트리온, 셀트리온헬스케어의 바이오시밀러는 1) 이미 글로벌 수준의 연구&개발 능력을 입증했다는 점, 2) 유럽 및 미국 시장에서의 매출 확대에 확신이 있다는 점, 3) 경쟁 역시 예상 대비 심하지 않은 환경 이라는 점 때문에 향후 최소 3년 이상 호황기 누릴 전망

글로벌제약기업 Celgene의 매출 성장기 Valuation



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌제약기업 Glied의 매출 성장기 Valuation



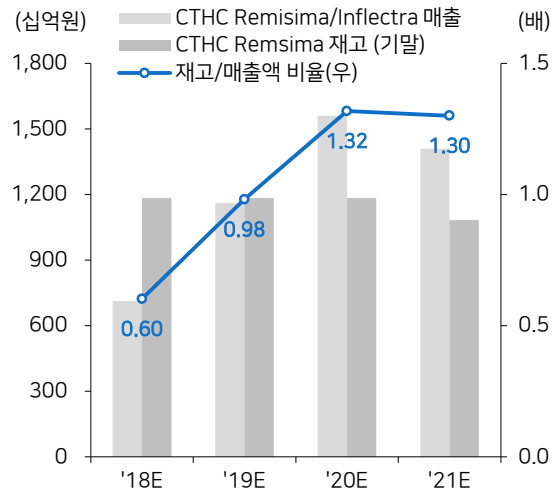
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 재고 자산 이슈 점차 해결 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_무르익다

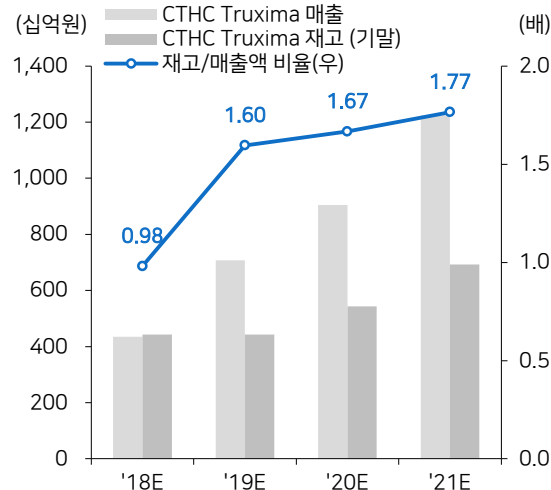
- 과도한 재고자산에 대한 우려가 지속적으로 제기되어 왔으나 향후 매출에 확대에 따라 품목별 재고자산 회전율 1.3 이상으로 증가 예상
- 품질 및 공장 문제에 따른 생산 차질에 대비해야하는 제약 산업의 특성상 큰 문제 없는 수준의 재고

렘사마 매출액 및 재고 전망



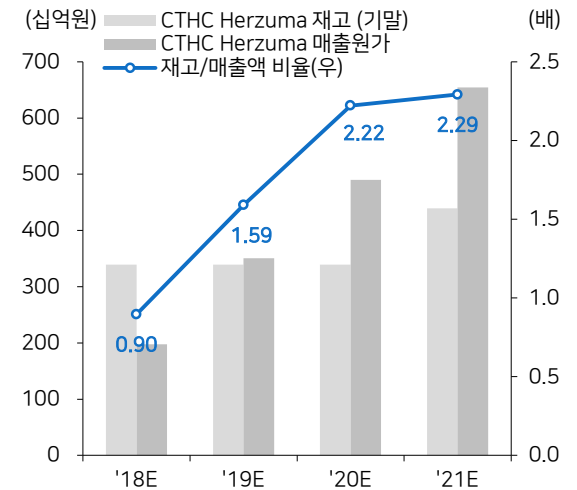
자료: 메리츠증권리서치센터

트룩시마 매출액 및 재고 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

허주마 매출액 및 재고 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

## 셀트리온헬스케어 (091990)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757.7	920.9	1,505.9	2,593.6	3,623.8
매출액증가율(%)	88.3	21.5	63.5	72.2	39.7
매출원가	537.8	696.8	1,087.6	1,865.2	2,614.2
매출총이익	219.9	224.1	418.3	728.3	1,009.6
판매비와관리비	41.3	70.5	114.8	184.7	258.7
영업이익	178.6	153.7	303.5	543.7	750.9
영업이익률(%)	23.6	16.7	20.2	21.0	20.7
금융손익	-21.7	67.5	65.7	7.1	14.7
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	-15.0	6.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	163.1	206.1	375.6	550.8	765.6
법인세비용	40.2	48.7	87.1	125.5	174.2
당기순이익	122.9	157.4	288.5	425.3	591.4
지배주주지분 순이익	122.9	157.4	288.5	425.3	591.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,949.2	2,800.2	3,058.5	3,733.1	4,773.2
현금및현금성자산	95.9	251.4	492.4	935.1	1,312.9
매출채권	364.1	414.5	461.8	565.9	756.1
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,737.2	1,825.1	1,917.5
비유동자산	38.3	74.7	110.4	139.2	182.8
유형자산	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1
무형자산	1.0	2.1	2.0	1.8	1.8
투자자산	23.1	50.3	86.2	115.2	158.9
자산총계	1,987.4	2,875.0	3,168.9	3,872.3	4,955.9
유동부채	1,143.4	993.3	917.9	1,078.6	1,320.2
매입채무	641.3	659.2	665.1	733.8	847.9
단기차입금	22.7	11.3	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	166.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	195.4	174.1	255.0	372.5	623.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,338.8	1,167.5	1,172.9	1,451.1	1,943.3
자본금	112.1	137.3	137.3	137.3	137.3
자본잉여금	380.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6
기타포괄이익누계액	-3.6	-14.1	-14.1	-14.1	-14.1
이익잉여금	205.6	264.7	553.2	978.5	1,569.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	648.7	1,707.5	1,996.0	2,421.2	3,012.6

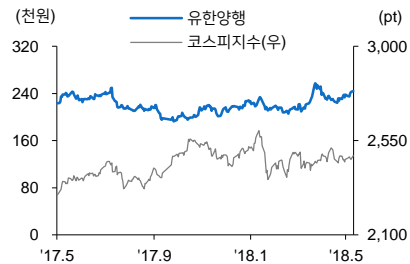
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	30.4	-194.3	91.9	492.2	754.4
당기순이익(손실)	122.9	157.4	288.5	425.3	591.4
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-120.0	-266.9	-196.8	66.8	162.9
투자활동 현금흐름	-0.2	-521.0	182.3	-48.2	-392.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-4.2	-27.2	-35.9	-29.0	-43.7
재무활동 현금흐름	21.8	865.3	-33.2	-1.4	15.4
차입금증감	87.1	-280.1	-33.2	-1.4	15.4
자본의증가	-833.6	1,010.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	59.0	155.5	241.0	442.7	377.8
기초현금	36.9	95.9	251.4	492.4	935.1
기말현금	95.9	251.4	492.4	935.1	1,312.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	6,667	7,336	10,724	18,457	25,790
EPS(지배주주)	1,081	1,254	2,054	3,027	4,209
CFPS	1,638	950	2,702	3,871	5,345
EBITDAPS	1,573	1,226	2,163	3,871	5,345
BPS	5,674	12,189	14,205	17,231	21,440
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	86.6	48.0	32.6	23.4
PCR	0.0	114.3	36.5	25.5	18.4
PSR	0.0	14.8	9.2	5.3	3.8
PBR	0.0	8.9	6.9	5.7	4.6
EBITDA	178.8	153.8	303.8	543.9	751.1
EV/EBITDA	1.5	92.4	43.1	23.2	15.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.4	13.4	15.6	19.3	21.8
EBITDA이익률	23.6	16.7	20.2	21.0	20.7
부채비율	206.4	68.4	58.8	59.9	64.5
금융비용부담률	4.3	2.6	1.0	0.3	0.2
이자보상배율(x)	5.5	6.4	20.1	66.5	84.2
매출채권회전율(x)	3.6	2.4	3.4	5.0	5.5
재고자산회전율(x)	0.5	0.6	0.9	1.5	1.9

# 유한양행(000100) 핑(API)대신 닭(ETC)

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

## Buy

적정주가 (12개월)	300,000원
현재주가 (5. 28)	244,500원
상승여력	22.7%
KOSPI	2,478.96pt
시가총액	29,852억원
발행주식수	1,221만주
유동주식비율	67.97%
외국인비중	23.80%
52주 최고/최저가	257,500원 / 192,607원
평균거래대금	132.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
유한재단 외 2인	15.57
국민연금	12.41
유한학원	7.63
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	3.6 4.2
6개월	12.7 14.3
12개월	2.7 -2.4
<b>주가그래프</b>	



## 2018년 매출액 1조 5,375억원, 영업이익 1,172억원 전망

- 1분기 실적은 해외매출 감소로 다소 부진. 그러나 1분기를 저점으로 전 사업부문 개선 기대
- 국내의약품은 신규 도입제품 매출 본격화와 신약 API 신규품목 수주 예상
- 1분기 관계기업 유한킴벌리 명예퇴직 실시로 일회성 비용 250억원 이상 발생

## R&D 파이프라인 가치 재평가 기대

- 오스코텍과 공동개발 중인 YH25448 6월 ASCO 발표 예정. EGFR 변이 양성 폐암환자 대상 유효 용량, 안전성, 내약성 및 효과 확인
- PD-L1 타겟 면역 항암제, 비알콜성지방간(NASH)치료제 올해 임상 1상 진입

## 수출 물량 감소에 대한 우려 과도

- 수출 물량 감소에도 ETC 제품의 매출액 확대에 실적에 미치는 악영향은 제한적
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 300,000원으로 상향. 적정주가는 일회성비용을 제외한 '18년 예상 EPS 11,109원에 상위제약사 12m Fwd PER 27배 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,320.8	97.8	161.3	13,168	28.0	120,248	14.5	1.6	14.0	11.3	36.7
2017	1,462.3	88.7	109.0	8,892	-32.1	128,558	24.6	1.7	15.9	7.0	30.4
2018E	1,537.5	117.2	115.2	9,394	7.3	133,937	25.8	1.8	14.9	7.1	31.5
2019E	1,684.5	127.1	133.7	10,910	16.1	142,931	22.2	1.7	12.7	7.8	31.0
2020E	1,835.6	161.9	163.5	13,351	22.4	154,319	18.2	1.6	10.2	8.8	30.5

# 유한양행 분기별 실적추이 및 전망

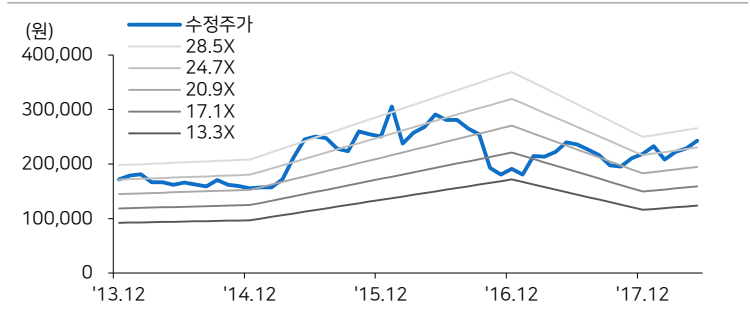
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_ 무트릭다

## 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,529.5	1,671.9	1,537.5	1,684.5	0.5	0.8
영업이익	102.8	114.5	117.2	127.1	14.0	11.0
지배주주순이익	102.6	117.0	115.2	133.7	12.2	14.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## PER Band Chart



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 유한양행 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'18E	'19E	'20E
매출액	351.2	355.1	378.7	377.3	339.8	380.9	413.3	403.4	1,537.5	1,684.5	1,835.6
성장률 (% YoY)	27.0	6.7	4.7	7.9	(3.2)	7.3	9.1	6.9	5.1	9.6	9.0
약품사업	248.6	252.4	280.0	287.2	270.4	290.2	315.3	311.3	1,187.2	1,301.9	1,414.5
생활건강사업	24.8	32.9	33.3	25.1	24.9	37.2	39.0	26.7	127.7	137.1	143.3
해외사업	74.9	66.5	62.3	62.1	41.4	50.1	55.4	62.1	209.0	229.8	261.3
기타	2.8	3.2	3.2	2.9	3.1	3.5	3.7	3.3	13.6	15.6	16.5
매출원가	241.9	245.4	273.2	277.2	238.0	267.1	287.7	285.2	1,078.0	1,199.1	1,302.7
매출원가율 (%)	68.9	69.1	72.1	73.5	70.0	70.1	69.6	70.7	70.1	71.2	71.0
영업이익	35.5	20.7	22.0	10.5	25.7	20.5	38.5	32.4	117.2	127.1	161.9
영업이익률 (%)	10.1	5.8	5.8	2.8	7.6	5.4	9.3	8.0	7.6	7.5	8.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 유한양행 (000100)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,320.8	1,462.3	1,537.5	1,684.5	1,835.6
매출액증가율(%)	17.0	10.7	5.1	9.6	9.0
매출원가	931.4	1,037.6	1,078.0	1,199.1	1,302.7
매출총이익	389.4	424.6	459.5	485.4	532.9
판매비와관리비	291.7	335.9	342.3	358.3	371.0
영업이익	97.8	88.7	117.2	127.1	161.9
영업이익률(%)	7.4	6.1	7.6	7.5	8.8
금융손익	9.2	-3.4	7.5	9.8	11.4
종속/관계기업관련손익	65.2	46.5	34.9	43.2	47.6
기타영업외손익	32.8	13.2	0.6	0.8	0.3
세전계속사업이익	204.9	144.9	160.2	180.9	221.2
법인세비용	43.6	35.3	42.5	44.3	54.2
당기순이익	161.3	109.6	117.6	136.6	167.0
지배주주지분 순이익	161.3	109.0	115.2	133.7	163.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,048.3	1,069.5	1,169.9	1,237.5	1,340.7
현금및현금성자산	244.9	256.6	209.6	257.8	273.9
매출채권	235.6	283.7	325.8	333.2	360.7
재고자산	310.7	271.2	358.7	333.2	354.5
비유동자산	997.6	1,025.2	1,033.3	1,108.6	1,185.1
유형자산	334.0	355.4	388.0	434.4	475.8
무형자산	15.9	25.7	29.5	26.7	28.0
투자자산	523.4	518.0	486.2	517.9	551.8
자산총계	2,045.9	2,094.7	2,203.1	2,346.1	2,525.9
유동부채	324.4	276.3	308.8	327.9	368.1
매입채무	142.1	97.8	104.6	118.8	133.3
단기차입금	51.1	3.2	21.3	0.0	0.0
유동성장기부채	5.3	15.3	11.8	14.8	16.8
비유동부채	225.0	212.0	218.7	227.8	222.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	140.3	115.3	115.3	110.3	90.3
부채총계	549.4	488.4	527.5	555.7	590.2
자본금	56.9	59.5	62.2	62.2	62.2
자본잉여금	115.8	117.7	114.4	114.4	114.4
기타포괄이익누계액	77.6	82.3	84.8	84.8	84.8
이익잉여금	1,411.2	1,493.3	1,570.6	1,682.5	1,824.2
비지배주주지분	0.0	6.4	8.7	11.6	15.1
자본총계	1,496.6	1,606.3	1,675.6	1,790.4	1,935.7

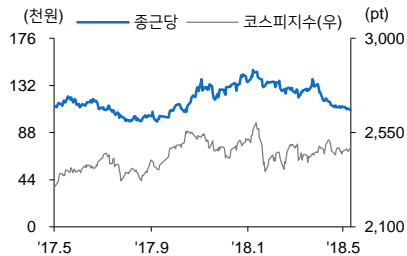
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	74.1	126.1	74.3	280.5	254.1
당기순이익(손실)	161.3	109.6	117.6	136.6	167.0
유형자산감가상각비	41.5	50.0	61.0	73.6	82.6
무형자산상각비	1.4	2.2	3.0	2.8	2.8
운전자본의 증감	-108.8	-45.4	-121.4	67.6	1.7
투자활동 현금흐름	-77.1	-42.2	-101.9	-187.2	-198.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-80.1	-56.8	-103.5	-120.0	-124.0
투자자산의 감소(증가)	-49.3	12.9	31.7	-31.7	-33.9
재무활동 현금흐름	23.3	-68.2	-19.5	-45.1	-39.7
차입금증감	45.0	-62.8	14.6	-23.3	-18.0
자본의증가	0.0	4.5	-0.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	23.1	11.8	-47.0	48.2	16.1
기초현금	221.8	244.9	256.6	209.6	257.8
기말현금	244.9	256.6	209.6	257.8	273.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	108,179	119,765	125,926	137,964	150,342
EPS(지배주주)	13,168	8,892	9,394	10,910	13,351
CFPS	13,655	12,750	18,002	20,264	24,174
EBITDAPS	11,525	11,541	14,838	16,660	20,252
BPS	120,248	128,558	133,937	142,931	154,319
DPS	1,827	1,911	1,911	1,911	1,911
배당수익률(%)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.5	24.6	25.8	22.2	18.2
PCR	14.0	17.2	13.5	12.0	10.0
PSR	1.8	1.8	1.9	1.8	1.6
PBR	1.6	1.7	1.8	1.7	1.6
EBITDA	140.7	140.9	181.2	203.4	247.3
EV/EBITDA	14.0	15.9	14.9	12.7	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.3	7.0	7.1	7.8	8.8
EBITDA이익률	10.7	9.6	11.8	12.1	13.5
부채비율	36.7	30.4	31.5	31.0	30.5
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	18.3	19.2	28.0	33.4	49.7
매출채권회전율(x)	5.9	5.6	5.0	5.1	5.3
재고자산회전율(x)	4.8	5.0	4.9	4.9	5.3

# 종근당(185750) R&D 성과가 기대되는 한 해

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

Buy

적정주가 (12개월)	175,000원
현재주가 (5. 28)	109,000원
상승여력	60.6%
KOSPI	2,478.96pt
시가총액	10,768억원
발행주식수	988만주
유동주식비율	64.63%
외국인비중	15.47%
52주 최고/최저가	146,619원 / 98,383원
평균거래대금	49.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
이장한 외 5인	34.78
국민연금	11.60
종근당고촌재단	6.69
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-9.2 -8.7
6개월	-14.8 -13.6
12개월	-5.3 -10.0
<b>주가그래프</b>	



## 2018년 매출액 9,763억원, 영업이익 950억원 전망

- 1분기는 신제품들이 성공적으로 출시되며 컨센서스 부합. 다만 영업외단에서 일회성비용으로 이익 주춤
- 프리베나와 타미버 등 대형 신규 품목 도입에 따라 '18년 매출액은 520억원 증가 예상
- '17년 개선 되었던 영업이익률은 '18년에도 비용절감을 통해 9.7% 수준으로 개선될 전망

## 본격적인 임상단계 R&D 투자가 시작되는 한 해

- CKD-506(자가면역질환 치료제 - 1Q18 유럽 임상 1상 완료, 2상 준비 중), CKD-504(헌팅턴병 치료제 - 미국 임상 1상 IND 신청완료, 연내 승인 및 진행 예정), CKD-516(대장암치료제 - 이리노테칸 병용 국내 임상1/2a 상 진행 중) 등 파이프라인들의 가치 부각 전망
- 연간 1,000억원 이상의 R&D 투자 지속, 임상 2상 통해 안정성, 유효성 확인한 후보물질 라이선스아웃 계획

## 투자의견 Buy, 적정주가 175,000원 유지

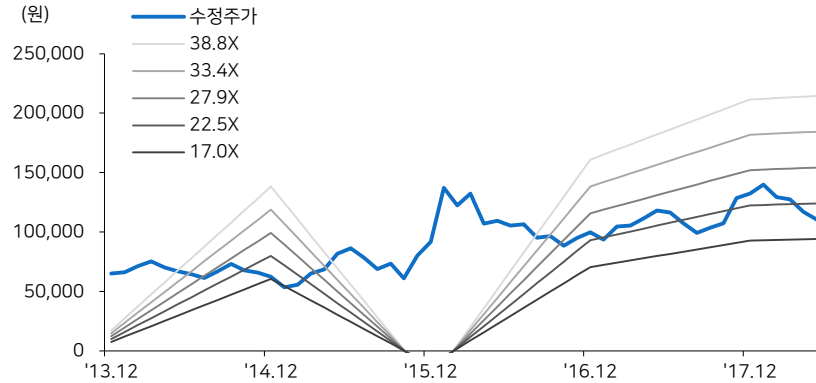
- 세금 등 일회성 비용을 반영한 '18년 예상 EPS는 5,865원, 현재 주가 반영 시 18.8배 수준.
- Peer 평균 PER(33.7배) 대비, '16년 이후 Historical PER로도 저점

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	832.0	61.3	41.0	4,145	-704.6	35,858	24.1	2.8	12.8	12.2	81.1
2017	884.3	78.1	53.6	5,429	31.0	40,646	24.4	3.3	13.5	14.2	65.6
2018E	976.3	95.0	57.9	5,865	8.0	43,904	18.8	2.5	10.1	13.9	74.7
2019E	1,049.8	108.1	78.6	7,956	35.7	51,312	13.9	2.2	8.5	16.7	63.6
2020E	1,128.9	116.2	82.7	8,367	5.2	58,826	13.2	1.9	6.7	15.2	56.6

# 종근당 분기별 실적추이 및 전망

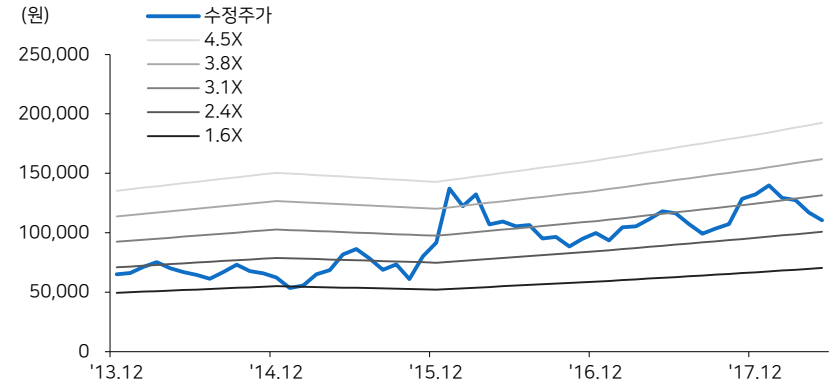
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_ 무트릭다

종근당 PER Band



자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

종근당 PBR Band



자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

## 종근당 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'18E	'19E	'20E
매출액	209.7	211.0	219.7	243.9	218.4	235.4	243.7	278.8	976.3	1,049.8	1,128.9
성장률 (% YoY)	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	11.5	10.9	14.3	10.4	7.5	7.5
제품	132.2	135.7	144.5	157.7	137.3	146.0	152.4	168.4	604.1	634.8	657.8
글리아티린	9.0	11.1	13.5	15.6	10.6	12.8	15.3	18.3	56.9	62.7	66.1
듀비에	3.5	3.5	3.7	4.1	3.6	4.2	4.5	4.6	16.9	18.7	20.3
텔미누보	6.5	6.0	6.1	6.7	5.8	6.5	6.5	7.3	26.1	27.5	28.3
타크로벨 시리즈	6.6	7.1	6.5	8.8	5.7	7.9	6.7	9.3	29.5	31.0	32.2
상품	75.6	72.4	70.9	79.2	80.1	86.7	87.8	98.2	317.8	322.0	327.6
매출원가	125.3	126.7	128.7	144.1	133.1	141.2	145.3	161.7	581.3	623.7	670.6
매출원가율 (%)	59.8	60.0	58.6	59.1	60.9	60.0	59.6	58.0	59.5	59.4	59.4
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	18.4	23.3	34.1	95.0	108.1	116.2
영업이익률 (%)	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.6	12.2	9.7	10.3	10.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 종근당 (185750)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	832.0	884.3	976.3	1,049.8	1,128.9
매출액증가율(%)	40.4	6.3	10.4	7.5	7.5
매출원가	497.1	524.7	581.3	623.7	670.6
매출총이익	334.9	359.6	395.0	426.2	458.3
판매비와관리비	273.6	281.5	300.0	318.1	342.1
영업이익	61.3	78.1	95.0	108.1	116.2
영업이익률(%)	7.4	8.8	9.7	10.3	10.3
금융손익	-3.9	-3.0	-2.9	-1.9	0.4
중속/관계기업관련손익	-0.4	-1.0	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.4	-5.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	56.8	74.5	86.8	106.2	116.6
법인세비용	15.8	20.9	28.9	27.6	33.9
당기순이익	41.0	53.6	57.9	78.6	82.7
지배주주지분 순이익	41.0	53.6	57.9	78.6	82.7
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	338.8	365.8	435.5	510.1	627.2
현금및현금성자산	21.7	45.4	31.4	67.3	151.1
매출채권	196.5	192.4	237.8	260.5	280.2
재고자산	98.3	104.3	139.4	152.7	164.2
비유동자산	302.9	299.0	322.2	319.1	283.0
유형자산	244.7	237.2	259.8	255.8	218.9
무형자산	14.9	14.3	12.9	11.4	10.1
투자자산	18.5	21.4	24.4	26.8	28.8
자산총계	641.7	664.8	757.6	829.2	910.2
유동부채	211.4	223.2	254.2	269.4	273.5
매입채무	71.2	71.2	89.1	97.6	104.9
단기차입금	54.0	41.1	84.0	73.0	73.0
유동성장기부채	30.6	40.0	0.0	10.0	0.0
비유동부채	76.0	40.0	69.8	52.9	55.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	40.0	11.0	37.0	17.0	17.0
부채총계	287.5	263.2	323.9	322.3	329.0
자본금	23.5	23.5	24.7	24.7	24.7
자본잉여금	271.4	271.4	270.2	270.2	270.2
기타포괄이익누계액	0.8	1.2	-1.4	1.6	1.6
이익잉여금	58.9	105.9	147.6	217.8	292.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	354.3	401.6	433.7	506.9	581.2

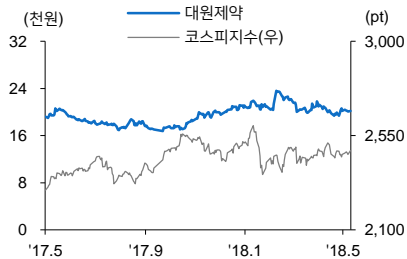
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	57.8	80.2	7.5	83.7	104.2
당기순이익(손실)	41.0	53.6	57.9	78.6	82.7
유형자산감가상각비	22.1	20.2	19.8	23.0	36.9
무형자산상각비	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
운전자본의 증감	-36.2	-23.3	-82.2	-19.3	-16.6
투자활동 현금흐름	-43.4	-15.6	-43.5	-18.3	-2.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-37.9	-11.4	-40.9	-16.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.3	-3.9	-3.2	-2.3	-2.0
재무활동 현금흐름	-5.6	-40.9	22.0	-29.4	-18.4
차입금증감	-0.0	-32.0	28.6	-21.0	-10.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	8.9	23.7	-14.1	36.0	83.8
기초현금	12.9	21.7	45.4	31.4	67.3
기말현금	21.7	45.4	31.4	67.3	151.1
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	84,216	89,509	98,824	106,266	114,269
EPS(지배주주)	4,145	5,429	5,865	7,956	8,367
CFPS	11,213	12,721	11,820	13,415	15,624
EBITDAPS	8,622	10,132	11,785	13,415	15,624
BPS	35,858	40,646	43,904	51,312	58,826
DPS	857	857	857	857	857
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.1	24.4	18.8	13.9	13.2
PCR	8.9	10.4	9.3	8.2	7.1
PSR	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
PBR	2.8	3.3	2.5	2.2	1.9
EBITDA	85.2	100.1	116.4	132.5	154.4
EV/EBITDA	12.8	13.5	10.1	8.5	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.2	14.2	13.9	16.7	15.2
EBITDA이익률	10.2	11.3	11.9	12.6	13.7
부채비율	81.1	65.6	74.7	63.6	56.6
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	14.7	21.7	35.3	31.4	39.2
매출채권회전율(x)	4.6	4.5	4.5	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	8.8	8.7	8.0	7.2	7.1

# 대원제약(003220) 매력은 여전하다

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

Buy

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (5. 28)	20,200원
상승여력	23.8%
KOSPI	2,478.96pt
시가총액	3,858억원
발행주식수	1,910만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	22.11%
52주 최고/최저가	23,600원 / 16,752원
평균거래대금	16.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
백승호 외 9인	38.62
국민연금	10.12
FIDELITY	9.80
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-2.7 -2.1
6개월	2.5 3.9
12개월	4.0 -1.2
<b>주가그래프</b>	



## 분기별 성장세는 지속될 전망

- 주력 제품인 코대원포르테, 펠루비 등 감기 관련 제품 안정기에 진입
- 이비인후과, 호흡기 시장 점유율 1위 업체로, 향후 호흡기계 환자 증가에 따른 매출 확대 기대
- 2분기 매출액 740억원, 영업이익 88억원 전망, 해열 적응증이 추가된 소염진통제 펠루비는 '18년 연간 197억원(+35% YoY) 판매되며 블록버스터 등극 예상

## 매출액의 성장과 이익률 개선의 하모니

- 2018년에는 기존 블록버스터 제품인 코대원포르테, 오티렌, 베포스타, 리피원의 안정적인 성과 속에 신규 적응증 추가된 펠루비와 신제품 티지페논, 트윈콤비 등의 성장에 따라 매출액 3,000억원 돌파 전망
- 영업이익률 역시 제품 믹스 개선과 비용통제에 따라 빠르게 회복되어 13.6% 달성 전망

## 수탁사업 성장세 지속, 중국시장 수출 활성화될 경우 추가 성장 가능

- '17년 매출액 430억원 기록한 수탁 성장세 지속, '17년 10월 중국 항생제 허가 갱신으로 수출 재개 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 25,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	240.7	29.2	20.2	1,060	13.8	8,451	17.1	2.2	9.0	13.1	32.5
2017	265.5	25.3	10.7	563	-47.9	8,796	36.1	2.3	11.4	6.5	35.1
2018E	305.6	41.7	32.5	1,701	211.8	9,956	11.8	2.0	7.5	18.1	35.3
2019E	356.3	56.8	44.7	2,340	37.5	12,051	8.6	1.7	5.2	21.3	33.0
2020E	410.5	70.9	56.3	2,948	26.0	14,756	6.8	1.4	3.7	22.0	29.8

# 대원제약 분기별 실적추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 7  
제약/바이오\_ 무르익다

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'17	'18E	'19E
매출액	62.9	64.5	65.2	72.9	71.2	74.0	75.9	84.5	265.5	305.6	356.3
성장률 (% YoY)	8.2	4.6	18.0	10.9	13.2	14.7	16.5	15.9	10.3	15.1	16.6
제품 및 상품	62.5	64.2	64.8	72.4	70.4	73.2	75.0	83.5	263.9	302.2	351.9
코대원포르테	5.0	4.7	2.9	5.4	7.1	4.8	3.0	5.5	18.0	20.4	21.9
리피원	2.9	2.8	2.9	2.4	2.5	2.9	2.9	2.5	11.0	10.8	11.0
펠루비	2.6	2.9	3.6	5.4	5.9	3.4	4.2	6.2	14.6	19.7	25.4
오티렌	2.5	2.6	2.7	2.5	2.6	2.6	2.7	2.4	10.4	10.3	10.0
기타	47.6	48.8	51.6	53.0	51.4	49.3	52.2	53.5	201.0	206.4	208.5
수출	2.0	2.5	1.0	3.6	0.9	2.7	1.1	3.9	9.0	8.7	8.9
매출원가	28.5	26.6	26.1	32.3	29.2	30.0	30.7	35.1	113.4	124.9	144.4
매출원가율(%)	45.3	41.2	40.0	44.3	41.1	40.5	40.4	41.5	42.7	40.9	40.5
영업이익	4.8	7.5	8.7	4.3	8.8	11.4	12.6	8.8	25.3	41.7	56.8
영업이익률 (%)	7.6	11.7	13.4	5.8	12.4	15.4	16.7	10.4	9.5	13.6	15.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 대원제약 (003220)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	240.7	265.5	305.6	356.3	410.5
매출액증가율(%)	11.3	10.3	15.1	16.6	15.2
매출원가	103.2	113.4	124.9	144.4	161.9
매출총이익	137.5	152.0	180.7	211.9	248.6
판매비와관리비	108.4	126.8	139.0	155.2	177.6
영업이익	29.2	25.3	41.7	56.8	70.9
영업이익률(%)	12.1	9.5	13.6	15.9	17.3
금융손익	0.2	0.1	0.1	0.5	1.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.6	-1.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	27.8	23.5	41.8	57.2	72.1
법인세비용	8.0	13.3	9.8	13.2	16.6
당기순이익	19.7	10.3	32.0	44.1	55.5
지배주주지분 순이익	20.2	10.7	32.5	44.7	56.3

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	95.1	95.8	110.1	144.3	207.5
현금및현금성자산	14.0	3.7	4.7	23.0	71.7
매출채권	30.7	42.2	44.3	51.0	57.1
재고자산	40.6	37.2	46.4	53.4	59.8
비유동자산	119.6	131.4	146.8	160.5	156.1
유형자산	100.9	108.1	120.9	132.7	125.4
무형자산	9.3	13.9	15.0	16.5	18.9
투자자산	1.2	3.2	3.4	4.0	4.4
자산총계	214.7	227.2	256.8	304.9	363.6
유동부채	34.8	39.2	43.9	49.1	53.7
매입채무	4.8	4.2	5.0	5.8	6.5
단기차입금	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.8	19.9	23.1	26.6	29.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	52.7	59.1	67.0	75.6	83.5
자본금	8.8	9.1	9.6	9.6	9.6
자본잉여금	10.6	10.3	9.9	9.9	9.9
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	145.5	152.1	174.4	214.4	266.0
비지배주주지분	0.6	0.1	-0.3	-0.9	-1.7
자본총계	162.0	168.1	189.8	229.2	280.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	20.8	4.3	25.4	49.9	61.4
당기순이익(손실)	19.7	10.3	32.0	44.1	55.5
유형자산감가상각비	6.4	7.3	8.1	11.3	11.3
무형자산상각비	1.1	1.4	1.4	1.5	1.7
운전자본의 증감	-13.5	-21.5	-18.9	-6.4	-5.9
투자활동 현금흐름	-20.2	-19.8	-24.6	-26.8	-7.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.3	-14.7	-20.9	-23.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	-0.5	-2.0	-0.2	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	-5.8	5.3	0.2	-4.8	-4.8
차입금증감	0.1	10.1	0.1	0.1	0.1
자본의증가	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-5.1	-10.3	1.0	18.3	48.7
기초현금	19.1	14.0	3.7	4.7	23.0
기말현금	14.0	3.7	4.7	23.0	71.7

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	12,604	13,900	16,000	18,657	21,492
EPS(지배주주)	1,060	563	1,701	2,340	2,948
CFPS	2,187	2,200	2,832	3,640	4,390
EBITDAPS	1,917	1,780	2,678	3,640	4,390
BPS	8,451	8,796	9,956	12,051	14,756
DPS	241	248	248	248	248
배당수익률(%)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	17.1	36.1	11.8	8.6	6.8
PCR	8.3	9.2	7.1	5.5	4.6
PSR	1.4	1.5	1.3	1.1	0.9
PBR	2.2	2.3	2.0	1.7	1.4
EBITDA	36.6	34.0	51.1	69.5	83.8
EV/EBITDA	9.0	11.4	7.5	5.2	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.1	6.5	18.1	21.3	22.0
EBITDA이익률	15.2	12.8	16.7	19.5	20.4
부채비율	32.5	35.1	35.3	33.0	29.8
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)		167.9	179.8	243.6	302.3
매출채권회전율(x)	8.2	7.3	7.1	7.5	7.6
재고자산회전율(x)	6.7	6.8	7.3	7.1	7.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.  
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다.  
당사는 2018년 5월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 29일 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.  
과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.  
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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

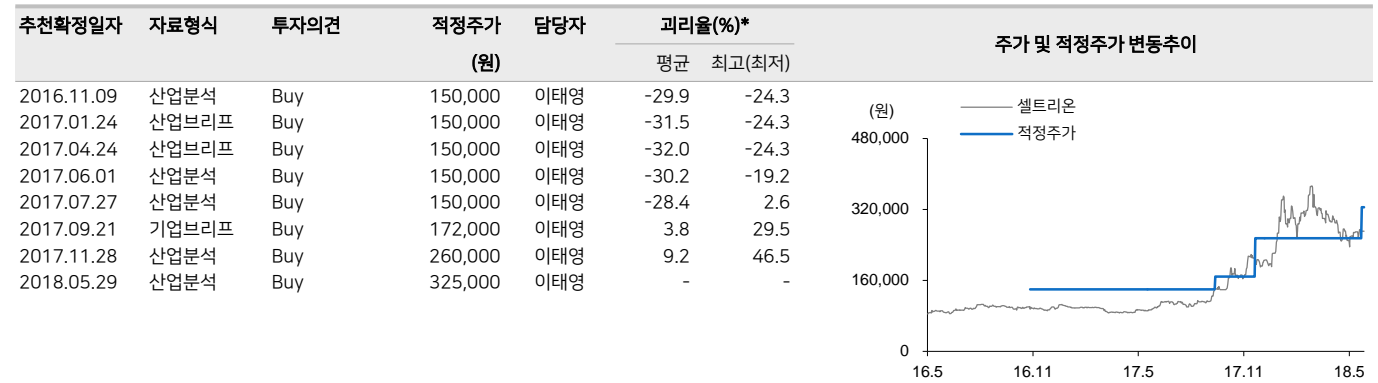
투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율



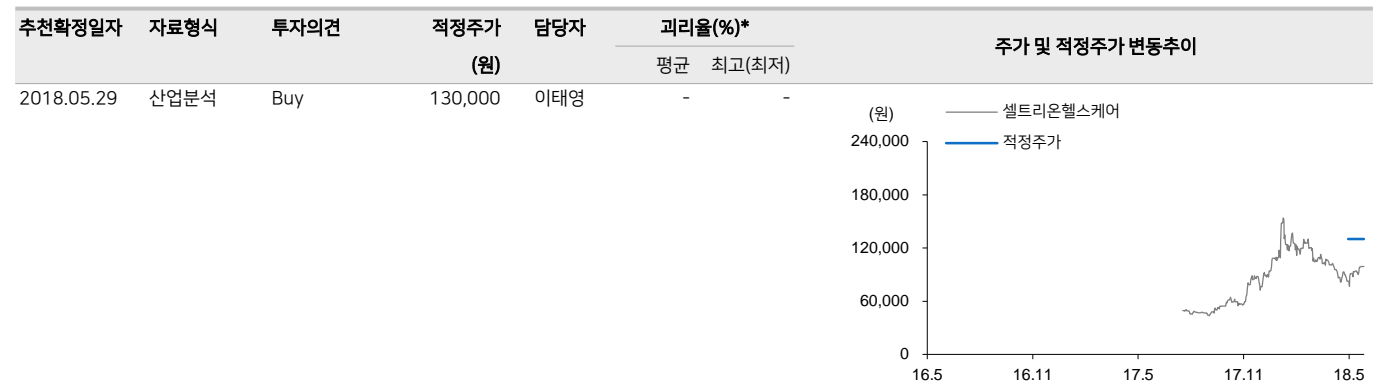
### 셀트리온(068270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



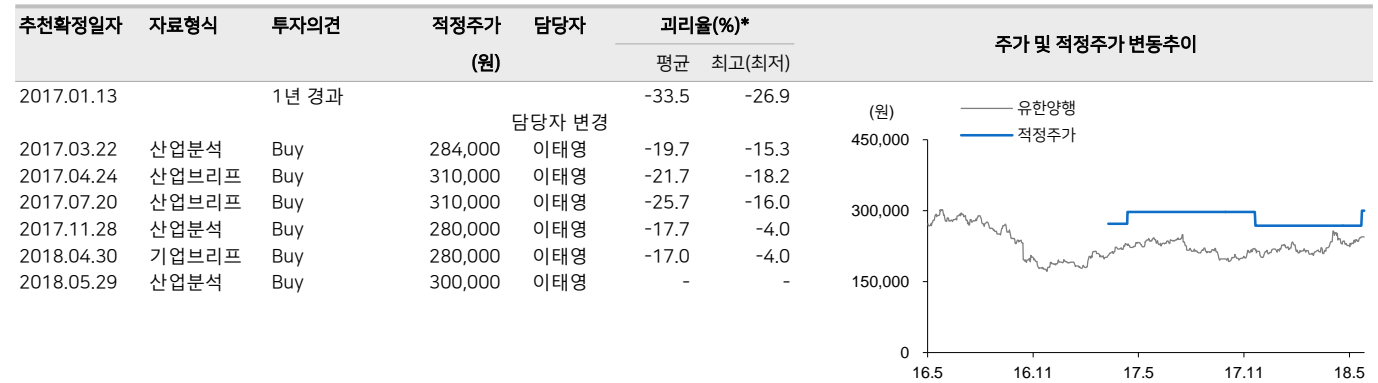
### 셀트리온헬스케어(091990) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



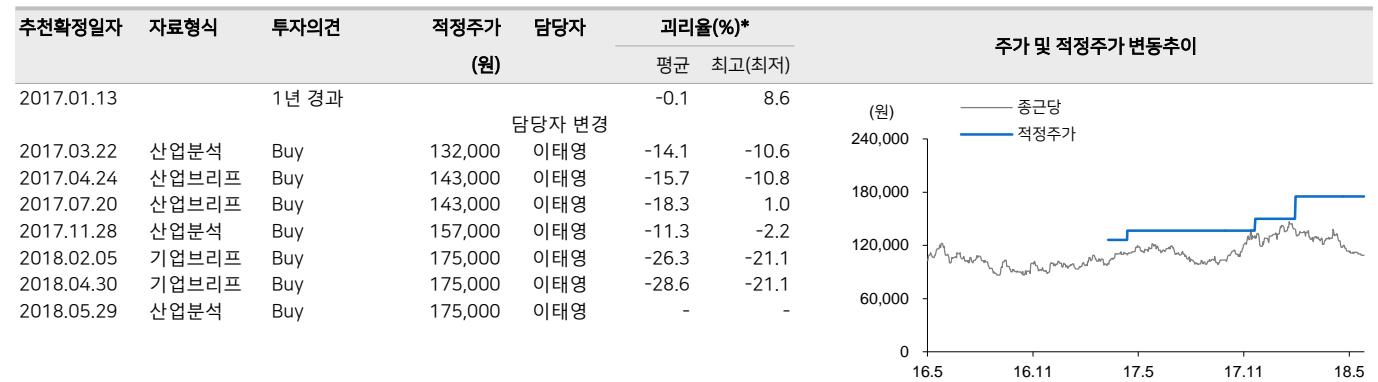
### 유한양행(000100) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### 종근당(185750) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



# 대원제약(003220) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.13		1년 경과			0.2	5.3	
				담당자 변경			
2017.03.22	산업분석	Buy	26,000	이태영	-16.5	-11.5	
2017.04.24	산업브리프	Buy	27,000	이태영	-23.7	-13.5	
2017.07.20	산업브리프	Buy	25,000	이태영	-25.2	-16.4	
2017.11.28	산업분석	Buy	25,000	이태영	-18.1	-1.1	
2018.05.29	산업분석	Buy	25,000	이태영	-	-	

