

산업분석

제약/바이오

Overweight

# 건방진 대한민국 바이오시밀러



- Part I 바이오시밀러 개발 및 허가현황  
Part II 바이오시밀러 경쟁현황

## Universe

종 목	투자판단	목표주가
셀 트 리 온	Buy (유지)	160,000원 (유지)
삼성바이로직스	Not Rated	Not Rated

### 제약/바이오

Analyst 신재훈  
02 3779 8808  
shinjaehoon@ebestsec.co.kr



안녕하세요.

이베스트투자증권 **신재훈**입니다.

이번 자료는 바이오시밀러에 대하여 써 보았습니다.

2015년 화이자가 호스피라를 인수하고 램시마가 유럽에 판매되기 시작하면서 우리나라의 바이오시밀러 개발기업인 셀트리온이 부각을 받았던 기억이 있습니다.

그 후로 2년이 흐른 지금  
바이오시밀러로 인하여 바이오의약품 시장의 판도는 완전히 바뀌었습니다.

화이자와 테바가 셀트리온의 제품을 판매하게 되었고  
머크와 바이오젠이 삼성바이오에피스의 파트너 업체가 되었으며  
삼성바이로직스는 론자와 베링거인겔하임의 생산능력을 위협하는 CMO 업체로 도약하였습니다.

셀트리온의 램시마가 레미케이드의 매출을 감소시키고  
삼성바이오에피스의 베네팔리가 엔브렐 매출을 위협하고 있으며,  
셀트리온의 트룩시마 및 허쥬마, 삼성바이오에피스의 SB3, SB8 이 로슈를 긴장시키고 있습니다.

아무도 신경 쓰지 않았던  
건방진(?) 대한민국의 바이오시밀러가 바이오의약품 시장을 변화시키고 있습니다.

자료에서는  
바이오시밀러 개발, 허가, 경쟁 현황을 소개하고  
셀트리온, 삼성바이로직스의 보고서를 작성하였습니다.  
더불어 셀트리온헬스케어와 삼성바이오에피스의 가치에 대한 고민도 해 보았습니다.

감사합니다

# 제약/바이오 Overweight

## 건방진 대한민국 바이오시밀러

### Contents

---

Part I	바이오시밀러 개발 및 허가현황	4
Part II	바이오시밀러 경쟁현황	14

### 기업분석

셀트리온 (068270)	18
삼성바이오로직스 (207940)	29

# Part I

산업분석 제약/바이오

## 바이오시밀러 개발 및 허가현황

### 바이오시밀러 개발 및 허가현황

블록버스터 바이오의약품 대부분의 특허 2020년까지 종료  
다국적 제약업체 바이오시밀러 활발히 개발 중  
휴미라 Amgen, Boehringer Ingelheim, Samsung Bioepis 등 경쟁  
란투스 Eli Lilly & Boehringer Ingelheim, MSD & Samsung Bioepis 경쟁  
엔브렐 Sandoz, Samsung Bioepis 경쟁  
레미케이드 Celltrion 독주  
리톡산 Celltrion, Sandoz 경쟁  
허셉틴 Biocon & Mylan, Samsung Bioepis, Celltrion 경쟁  
아바스틴 Amgen, Pfizer, Samsung Bioepis, Boehringer Ingelheim 경쟁

## 바이오시밀러 개발 및 허가현황

### 블록버스터 바이오의약품 바이오시밀러 개발 및 허가현황

[표 1]은 IMS Health에서 제공한 2015년도 기준 의약품 글로벌 매출 상위 20개 제품 리스트이다. 이 중 바이오 의약품으로는 Abbvie의 Humira, Sanofi의 Lantus, J&J의 Remicade, Novonordisk의 Novorapid, Amgen의 Enbrel과 Neulasta, Roche의 Rituxan, Avastin, Herceptin이 포함되어 있다.

[표 2]는 앞에서 언급한 바이오 블록버스터 의약품 9개 품목의 특허만료 일정이다. 이 중 Amgen의 Enbrel 미국 특허를 제외하고는 이미 특허가 만료되었거나 2020년 이내에 특허만료가 예정되어 있으며 Novonordisk의 Novorapid를 제외한 제품은 바이오시밀러의 개발이 활발하게 진행 중이다.

표1 2015년도 의약품 글로벌 매출 상위 20개 제품 리스트

순위	제품명	회사명	매출액(m\$)		
			2015	2014	YoY(%)
1	Harvoni	Gilead	18,144	1,565	1,059.4
2	Humira	Abbvie	14,950	12,437	20.2
3	Lantus	Sanofi	11,458	10,380	10.4
4	Enbrel	Amgen	9,471	9,194	3.0
5	Crostor	Astrazeneca	8,608	8,511	1.1
6	Remicade	J&J	8,195	8,299	-1.3
7	Seretide	GSK	7,996	8,684	-7.9
8	Sovaldi	Gilead	6,578	9,388	-29.9
9	Rituxan	Roche	6,298	6,631	-5.0
10	Avastin	Roche	6,183	6,134	0.8
11	Lylica	Pfizer	6,035	3,022	99.7
12	Abilify	Otsuka	5,799	9,299	-37.6
13	Novorapid	Novonordisk	5,612	4,736	18.5
14	Herceptin	Roche	5,596	5,688	-1.6
15	Januvia	Merck	5,440	4,965	9.6
16	Spiriva	Boehringer Ingelheim	5,364	5,521	-2.8
17	Xarelto	Bayer	5,144	3,996	28.7
18	Nexium	Astrazeneca	5,065	7,682	-34.1
19	Copaxone	Sanofi	5,050	4,920	2.6
20	Neulasta	Amgen	4,737	4,654	1.8

자료: IMS Health MIDAS, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 블록버스터 바이오의약품 특허만료 일정

제품명	회사명	성분명	적응증	특허만료	
				미국	유럽
Humira	Abbvie	Adalimumab	류마티스관절염 등	2016	2018
Lantus	Sanofi	Insulin Glargine	당뇨	2015	2015
Enbrel	Amgen	Etanercept	류마티스관절염 등	2029	2015
Remicade	J&J	Infliximab	류마티스관절염 등	2018	2015
Rituxan	Roche	Rituximab	비호지킨림프종 등	2019	2013
Avastin	Roche	Bevacizumab	직결장암 등	2019	2019
Herceptin	Roche	Trastuzumab	유방암 등	2019	2014
Novorapid	Novonordisk	Insulin Aspart	당뇨	2014	2014
Neulasta	Amgen	Pegfilgrastim	호중구감소증 등	2015	2015

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Humira

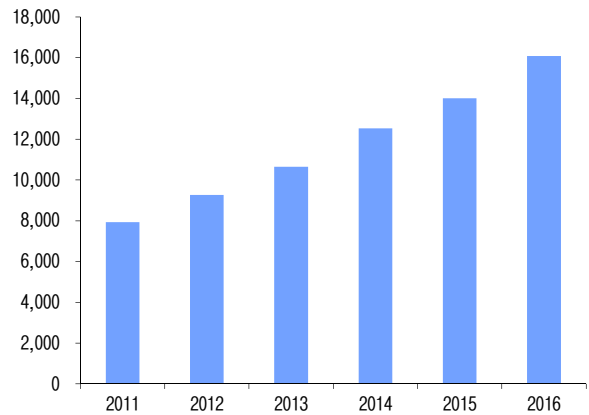
Abbvie의 Humira(성분명: Adalimumab)는 류마티스관절염, 건선성관절염, 축성 척추관절염, 크론병, 건선, 궤양성대장염 등의 적응증을 보유한 제품으로 2002년 12월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 16,078m\$을 기록하였다.

그림1 Abbvie의 Humira



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Humira 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

미국특허는 2016년 12월에 만료되었지만 이중특허 신청으로 특허기간을 2022년으로 연장하였다. 바이오시밀러 개발업체인 Amgen, Boehringer Ingelheim, Coherus Bioscience는 이에 특허무효 소송을 진행하고 있으며 미국 특허심판원은 이를 기각하여 바이오시밀러 출시가 불투명해진 상태이다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황은 Amgen의 Amgevita가 2016년 9월 FDA 승인을 획득하였고 Boehringer Ingelheim의 BI 695501은 2017년 1월에 승인을 신청하였으며 Coherus Bioscience의 CHS-1420과 Samsung Bioepis의 SB5, Pfizer의 PF-06410293은 임상을 종료하고 허가 신청을 준비하고 있다.

유럽특허는 2018년 10월에 만료될 예정이지만 미국과 마찬가지로 이중특허로 특허기간을 2022년까지 연장하였다. 바이오시밀러 개발업체인 Samsung Bioepis, Fujifilm Kyowa Kirin Biologics는 특허무효 소송을 진행하고 있으며 류마티스관절염 및 건선 적응증 특허는 무효화 되었다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황은 Amgen의 Amgevita가 2017년 3월 EMA 허가를 획득하였고 Samsung Bioepis의 SB5는 2016년 7월, Boehringer Ingelheim의 BI 695501은 2017년 1월, Fujifilm Kyowa Kirin Biologics의 FKB327은 2017년 5월에 승인을 신청하였으며 Pfizer의 PF-06410293, Coherus Bioscience의 CHS-1420은 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다.

표3 Humira 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Amgen	Amgevita	승인	2016년 9월 승인
	Boehringer Ingelheim	BI 695501	승인신청	2017년 1월 승인신청
	Coherus Bioscience	CHS-1420	임상종료	
	Samsung Bioepis	SB5	임상종료	
	Pfizer	PF-06410293	임상종료	
EU	Amgen	Amgevita	승인	2017년 3월 승인
	Samsung Bioepis	SB5	승인신청	2016년 7월 승인신청
	Boehringer Ingelheim	BI 695501	승인신청	2017년 1월 승인신청
	Fujifilm Kyowa Kirin Biologics	FKB327	승인신청	2017년 5월 승인신청
	Coherus Bioscience	CHS-1420	임상종료	
	Pfizer	PF-06410293	임상종료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Lantus

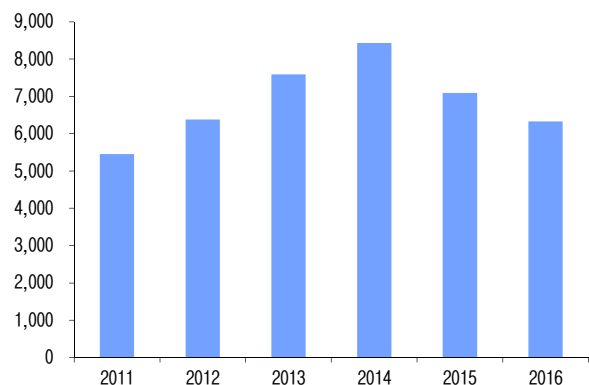
Sanofi-Aventis의 Lantus(성분명: Insulin Glargine)은 2세 이상의 어린이와 청소년 및 성인에서의 인슐린 요법을 필요로 하는 당뇨병에 사용되는 의약품으로 2000년 4월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 6,324m\$을 기록하였다. 2014년을 기점으로 Lantus의 매출 감소의 이유는 편의성을 개선한 제품 Tuojeo 및 경쟁사 Novonordisk의 Tresiba의 출시와 약가인하에 기인한다.

그림3 Sanofi 의 Lantus



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 Lantus 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

미국특허는 2015년 2월에 만료되었으며 2014년 1월부터 진행된 바이오시밀러 개발업체 Eli Lilly & Boehringer Ingelheim과 특허침해 소송은 Eli Lilly가 Sanofi에 로열티를 지급하는 대신 란투스 바이오시밀러 Basaglar의 판매를 2016년 12월부터 허가하는 조건으로 마무리 되었다. MSD & Samsung Bioepis의 공동개발 제품인 SB9(MK-1293)은 2016년 8월에, Biocon & Mylan의 Instride1/2는 2016년 11월에 허가를 신청하였다.

유럽특허는 2015년 5월에 만료되었으며 바이오시밀러인 Eli Lilly & Boehringer Ingelheim의 Abasria는 2014년 9월 EMA 승인을 획득하여 특허만료 이후부터 판매되고 있다. MSD와 Samsung Bioepis의 공동개발 제품인 루두수나(SB9/MK-1293)은 2017년 1월에 EMA 판매허가를 획득하였다. Biocon & Mylan의 Instride1/2는 2016년 11월에 허가를 신청하였다.

표4 Lantus 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Eli Lilly & Boehringer Ingelheim	Basaglar	승인	2016년 12월 판매개시
	MSD & Samsung Bioepis	SB9 / MK-1293	승인신청	2016년 8월 승인신청
	Biocon & Mylan	Instride1/2	승인신청	2016년 11월 승인신청
EU	Eli Lilly & Boehringer Ingelheim	Abasria	승인	2014년 9월 승인
	MSD & Samsung Bioepis	SB9 / MK-1293	승인	2017년 1월 승인
	Biocon & Mylan	Instride1/2	승인신청	2016년 11월 승인신청

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Enbrel

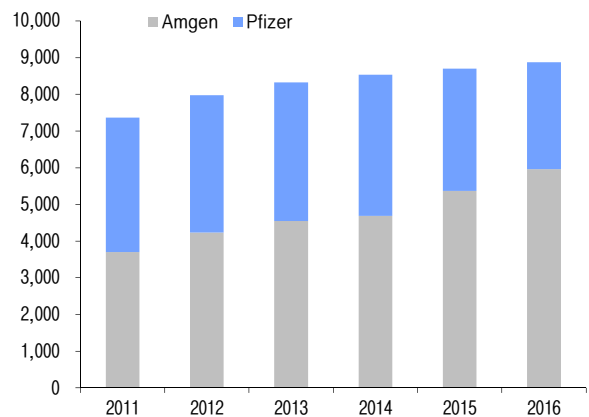
Amgen의 Enbrel(성분명: Etanercept)은 류마티스관절염, 건선성관절염, 축성 척추관절염, 건선 등의 적응증을 보유한 제품으로 1998년 11월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 미국지역 판매를 담당하는 Amgen이 5,965m\$, 유럽지역 판매를 담당하는 Pfizer가 2,908m\$를 기록하였다.

그림5 Amgen 의 Enbrel



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 Enbrel 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터



미국특허는 2012년 10월 만료될 예정이었으나 신규특허를 신청하면서 2028년 11월 까지 연장되었다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황은 Sandoz의 Erelzi가 2016년 8월 FDA 승인을 획득하였나 특허기간이 남아있어 판매는 불가능한 상태이며 Samsung Bioepis의 SB4, Coherus Bioscience의 CHS-0214는 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다.

유럽특허는 2015년 2월 만료되었다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황은 Samsung Bioepis의 Benepali가 2016년 2월 EMA 판매승인을 획득하여 판매 중이며 Sandoz의 GP2015는 2015년 12월에 허가를 신청했다. Coherus Bioscience의 CHS-0214는 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다.

표5 Enbrel 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Sandoz	Erelzi	승인	2016년 8월 승인
	Samsung Bioepis	SB4	임상종료	
	Coherus Bioscience	CHS-0214	임상종료	
EU	Samsung Bioepis	Benepali	승인	2016년 2월 승인
	Sandoz	GP2015	승인신청	2015년 12월 승인신청
	Coherus Bioscience	CHS-0214	임상종료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Remicade

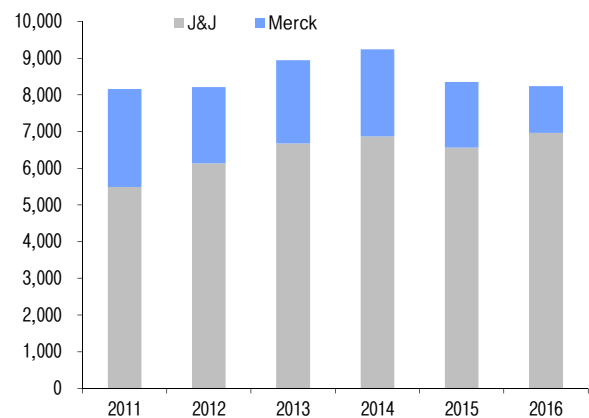
J&J의 Remicade(성분명: Infliximab)는 류마티스관절염, 강직성척추염, 크론병, 건선, 궤양성대장염, 건선성관절염 등의 적응증을 보유한 제품으로 1998년 8월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 미국지역 판매를 담당하는 J&J가 4,842m\$, 유럽지역 판매를 담당하는 MSD가 1,268m\$를 기록하였다.

그림7 J&J의 Remicade



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 Remicade 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

미국특허는 2018년 9월에 만료 예정이었으나 바이오시밀러 개발업체인 Celltrion Healthcare & Pfizer와 진행한 특허무효 소송에서 J&J가 패소하면서 Pfizer의 Inflectra가 2016년 11월부터 처방이 시작되었다. Samsung Bioepis의 Renflexis는 2017년 4월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 J&J는 Renflexis가 Remicade의 특허 3건을 침해했다는 이유로 소송을 진행 중이다. 이외에도 Pfizer의 PF-06438179이 임상을 종료하였으며 Amgen의 ABP 710은 임상 3상을 진행하고 있다.

유럽특허는 2015년 2월에 만료되었으며 Celltrion의 Remsima는 바이오시밀러 퍼스트 무버로서 빠르게 시장을 잠식하고 있다. Samsung Bioepis의 Flixabi는 2016년 8월에 출시하였으나 아직 의미 있는 매출을 기록하지는 못하고 있다. Sandoz의 GP1111은 Pfizer의 PF-06438179의 판권을 인수하여 개발 중인 제품이며 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다.

표6 Remicade 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Celltrion & Pfizer	Inflectra	승인	2016년 11월 판매개시
	Samsung Bioepis	Renflexis	승인	2017년 4월 승인
	Pfizer	PF-06438179	임상종료	
EU	Celltrion	Remsima	승인	2015년 3월 판매개시
	Samsung Bioepis	Flixabi	승인	2016년 8월 승인
	Sandoz	GP1111	임상종료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Rituxan/Mabthera

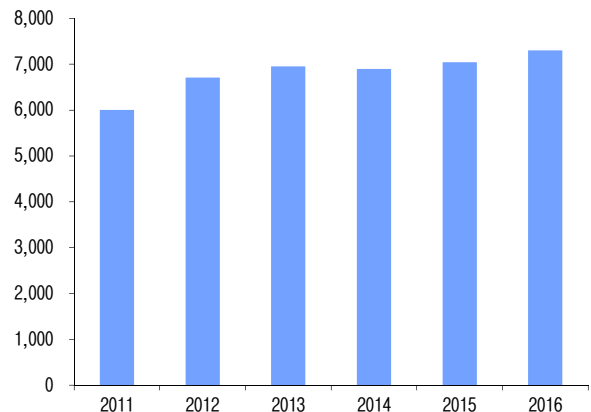
Roche의 Rituxan/Mabthera(성분명: Rituximab)는 비호지킨 림프종, 류마티스관절염, 등의 적응증을 보유한 제품으로 1997년 11월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 7,300m\$을 기록하였다.

그림9 Roche 의 Rituxan



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 Rituxan 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

미국특허는 2018년 12월에 만료예정이다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 Celltrion의 CT-P10, Sandoz의 GP2013이 임상을 마무리하고 허가신청을 준비하고 있으며 Pfizer의 PF-05280586, Amgen의 ABP 710은 임상을 진행하고 있다. Boehringer Ingelheim의 BI695500, Samsung Bioepis의 SAIT-101은 임상을 중단했으나 Samsung Bioepis는 SAIT-101은 2016년 8월 임상 1상을 재개했다.

유럽특허는 2013년 11월에 만료되었다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 2017년 2월 Celltrion의 Truxima가 EMA 승인을 받아 판매되고 있으며, Sandoz의 GP2013은 2017년 4월에 사용승인 권고의견을 획득하였다.

Rituxan은 용도특허 잔존에 따라 유럽 중 영국과 독일을 제외한 나머지 국가에 대해서는 출시가 어려운 상황이다. 이에 Celltrion은 용도특허를 피하기 위해 Blitzima, Tuxella, Ritemvia로 2017년 5월에 유럽약물사용자문위원회(CHMP) 사용권고 의견을 획득하였고 Sandoz는 Rixathon, Riximyo로 2017년 4월에 승인권고 의견을 받았다. Truxima와 Rixathon은 Rituxan과 동일하게 비호지킨 림프종, 만성림프구성 백혈병, 류마티스 관절염, 육아종증 다발성혈관염, 현미경적 다발성혈관염 적응증을 보유하고 있으며 Blitzima, Tuxella 그리고 Riximyo는 류마티스관절염을 제외한 적응증을, Ritemvia는 류마티스관절염, 만성림프구성 백혈병을 제외한 적응증을 보유하고 있다.

표7 Rituxan/Mathera 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Celltrion	CT-P10	임상종료	
	Sandoz	GP2013	임상종료	
	Pfizer	PF-05280586	임상 3상	
	Amgen	ABP 710	임상 3상	
	Samsung Bioepis	SAIT-101	임상 1상	
EU	Celltrion	Truxima	승인	2017년 2월 승인
	Sandoz	GP2013	승인권고	2017년 4월 승인권고

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Herceptin

Roche의 Herceptin(성분명: Trastuzumab)은 초기 유방암, 전이성 유방암, 전이성 위암의 적응증을 보유한 제품으로 1998년 9월 미국 FDA 승인을 획득하였으며 2016년 매출액은 6,782m\$을 기록하였다.

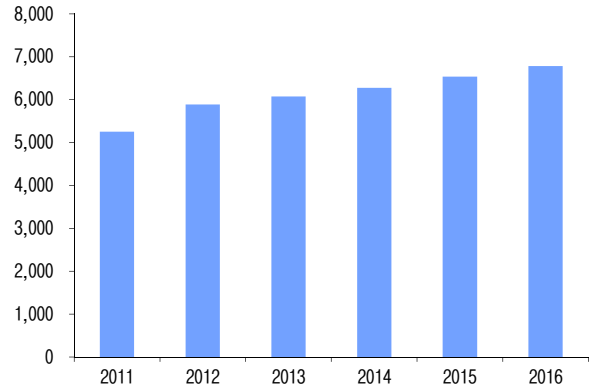
미국특허는 2019년 6월에 만료 예정이다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 Biocon/Mylan의 MYL-1401이 2016년 11월 FDA 승인을 신청했으며 Celltrion의 CT-P6, Samsung Bioepis의 SB3는 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다. 유럽특허는 2014년 7월에 만료되었다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 Biocon/Mylan의 MYL-1401이 2016년 8월, Samsung Bioepis의 SB3는 10월, Celltrion의 CT-P6는 11월에 각각 EMA에 승인을 신청했다. Amgen의 ABP 980, Pfizer의 PF-05280014는 임상 3상을 진행 중이다.

그림11 Roche 의 Herceptin



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 Herceptin 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Herceptin 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Biocon/Mylan	MYL-1401	승인신청	2016년 11월 승인신청
	Celltrion	CT-P6	임상종료	
	Samsung Bioepis	SB3	임상종료	
	Amgen	ABP 980	임상 3상	
	Pfizer	PF-05280014	임상 3상	
EU	Biocon/Mylan	MYL-1401	승인신청	2016년 8월 승인신청
	Samsung Bioepis	SB3	승인신청	2016년 10월 승인신청
	Celltrion	CT-P6	승인신청	2016년 11월 승인신청

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### Avastin

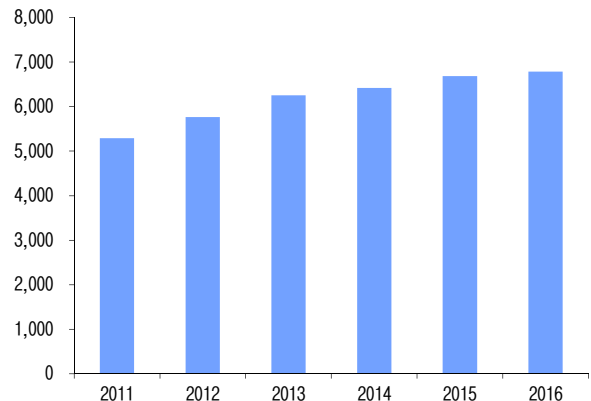
Roche의 Avastin(성분명: Bevacizumab)는 전이성 직결장암, 전이성 유방암, 비소세포 폐암, 교모세포종 등의 적응증을 보유한 제품으로 2004년 2월 미국 FDA 승인을 획득 하였으며 2016년 매출액은 6,783m\$을 기록하였다.

그림13 Roche 의 Avastin



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 Avastin 매출추이 (단위: m\$)



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

미국특허는 2019년 7월에 만료될 예정이다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 Amgen의 ABP 215가 2016년 11월 FDA에 승인을 신청하였으며 Pfizer의 PF-06439535와 Samsung Bioepis의 SB8, Boehringer Ingelheim의 BI 695502는 임상 3상을 진행하고 있다.

유럽특허는 2022년 1월 만료 예정이다. 바이오시밀러 개발 및 허가현황으로는 Amgen의 ABP-215가 2016년 12월 FDA에 승인을 신청하였으며 Pfizer의 PF-06439535와 Samsung Bioepis의 SB8, Boehringer Ingelheim의 BI 695502는 임상 3상을 진행하고 있다.

표9 Avastin 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Amgen	ABP 215	승인신청	2016년 11월 승인신청
	Pfizer	PF-06439535	임상 3상	
	Samsung Bioepis	SB8	임상 3상	
	Boehringer Ingelheim	BI 695502	임상 3상	
EU	Amgen	ABP 215	승인신청	2016년 12월 승인신청
	Pfizer	PF-06439535	임상 3상	
	Samsung Bioepis	SB8	임상 3상	
	Boehringer Ingelheim	BI 695502	임상 3상	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Part II

산업분석 제약/바이오

## 바이오시밀러 경쟁현황

# 바이오시밀러 경쟁현황

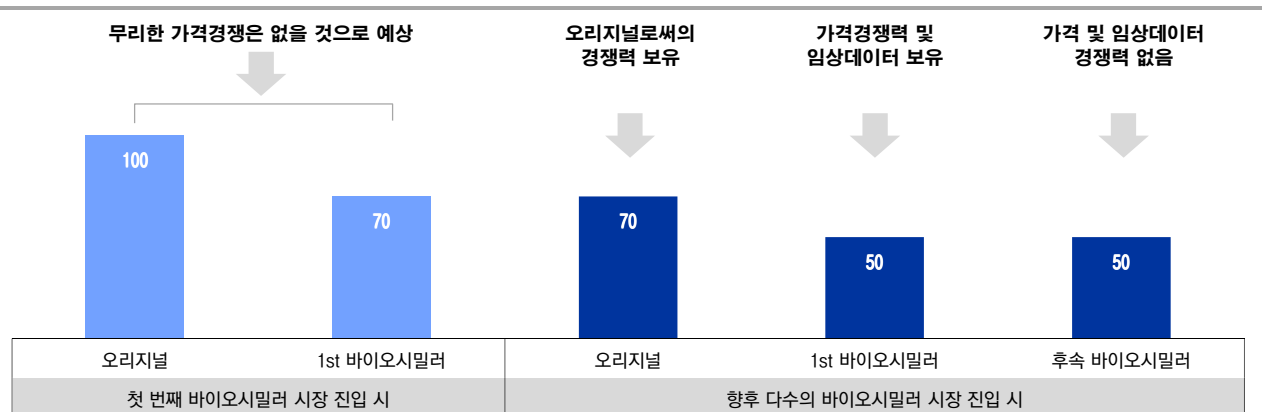
## 바이오시밀러 경쟁현황

블록버스터 바이오의약품 중 바이오시밀러가 출시한 제품은 Remicade, Lantus, Enbrel, Rituxan 이며 Herceptin은 연내 바이오시밀러 출시가 유력하다. Humira, Avastin은 특허기간이 남아있어 가까운 시일 내에 판매허가를 획득하더라도 출시가 어려운 실정이다.

Remicade 바이오시밀러는 Celltrion의 Remsima / Inflectra 가 미국과 유럽에서 출시되었으며 Samsung Bioepis의 Flixabi는 유럽에서는 출시하였고 Renflexis는 허가를 획득하여 출시를 준비 중이다. Lantus의 바이오시밀러는 미국과 유럽에서 Eli Lilly & Boehringer Ingelheim의 Basaglar / Abasria 가 출시되었으나 Sanofi의 Tuojeo, Novonordisk의 Tresiba 의 출시로 의미 있는 매출이 발생하고 있지는 않다. Enbrel 바이오시밀러는 미국에서는 특허가 남아있어 출시되지 않았으며 유럽에서는 Samsung의 Benepali가 판매되고 있다. Rituxan 바이오시밀러는 유럽에서 Celltrion의 Truxima 가 영국과 독일에서 처방이 시작 되었다. Herceptin은 Biocon&Mylan의 MYL-1401, Samsung Bioepis의 SB3, Celltrion의 Herzuma의 연내 출시가 예정되어 있다.

바이오시밀러 중 의미 있는 시장침투를 기록하고 있는 제품은 Celltrion의 Remsima / Inflectra 와 Samsung Bioepis의 Benepali 이다. Remsima / Inflectra 및 Benepali의 사례를 보면 성공적인 시장침투의 필수조건은 First-Mover 의 위치이다. 다수의 바이오시밀러가 시장에 진입하는 시기가 되면 실제로 환자에게 처방된 경험이 축적된 첫 번째 바이오시밀러가 가장 경쟁력이 있을 것이라고 판단한다. Rituxan, Herceptin의 바이오시밀러에서도 최초의 시장진입자가 시장점유에 유리할 것으로 판단하며 그 중심에 있는 업체가 바로 우리나라의 Celltrion과 Samsung Bioepis 이다. Celltrion은 Remicade, Rituxan, Herceptin에서 Samsung Bioepis는 Enbrel, Herceptin의 바이오시밀러 시장에서 퍼스트무버의 입지를 가지고 있다.

그림15 바이오시밀러 침투에 따른 가격 변화 예상 및 경쟁력 분석



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 바이오시밀러 출시시점에 따른 First-Mover 구분

Original Company	Bio-Similar					
	1st Mover			2nd		
Abbvie Humira	US	Amgen	Boehringer Ingelheim	Cohrus Bioscience	Samsung	
	EU	Amgen	Samsung Bioepis	Boehringer Ingelheim	Fujifilm Kyowa Kirin	
Sanofi Lantus	US	Eli Lilly	Samsung Bioepis	Biocon & Mylan		
	EU	Eli Lilly	Samsung Bioepis	Biocon & Mylan		
Amgen Enbrel	US	Sandoz	Samsung Bioepis	Cohrus Bioscience		
	EU	Samsung	Sandoz	Cohrus Bioscience		
J&J Remicade	US	Celltrion	Samsung Bioepis	Pfizer		
	EU	Celltrion	Samsung Bioepis	Sandoz		
Roche Rituxan	US	Celltrion / Sandoz	Pfizer			
	EU	Celltrion	Sandoz			
Roche Herceptin	US	Biocon & Mylan / Samsung / Celltrion	Amgen			
	EU	Biocon & Mylan / Samsung / Celltrion	Amgen			
Roche Avastin	US	Amgen	Pfizer	Samsung	Boehringer Ingelheim	
	EU	Amgen	Pfizer	Samsung	Boehringer Ingelheim	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

셀트리온 (068270)	18
삼성바이오로직스 (207940)	29

## Universe

종목명	투자판단	목표주가
셀트리온	Buy (유지)	160,000 원(유지)
삼성바이오로직스	Not Rated	Not Rated

# 셀트리온 (068270)

2017. 6. 5

제약/바이오

## 의심 대신에 확신을

Analyst **신재훈**

02. 3779-8808

shinjaehoon@ebestsec.co.kr

### 램시마/인플렉트라 업데이트

램시마의 유럽시장 침투율은 40%를 상회한다. IMS에서 발표한 EU5의 램시마 점유율 (2016년 기준)은 영국 64.1%, 이탈리아 46.6%, 스페인 34.8%, 독일 27.2%, 프랑스 24.6%이며 북유럽 대부분 국가에서는 90% 이상의 점유율을 기록하고 있다. 미국에서는 판매 파트너 업체인 화이자가 램시마에 대하여 레미케이드 대규모 스위치 임상을 진행하여 대체처방에 확실히 대비하고 있다. 미국 내 바이오시밀러 대체처방의 가이드라인은 초안이 나와있는 상태이며 대부분의 주정부에서는 바이오시밀러 대체법을 제정하였다. 현재 임상을 진행 중인 램시마 SC제형은 2019년 사용화가 예상된다. 램시마는 지난 5월 24일에 중국 식품약품감독관리국(CFDA)로부터 임상시험 승인을 획득하였으며 중국 현지법인과 JV 설립 및 현지공장 설립을 계획하고 있다

### 트룩시마/허쭈마 업데이트

트룩시마는 올해 2월 EMA 승인을 획득하여 현재 영국, 독일, 네덜란드에서 처방 중이며 동사는 용도특허 문제로 인하여 Blitzima, Tuxella, Ritemvia로 2017년 5월에 유럽 약물사용자위원회(CHMP)의 사용권고 의견을 획득하였다. 경쟁업체인 Sandoz는 Rixathon, Riximyo로 2017년 4월에 승인권고 의견을 받았다. Truxima와 Rixathon은 Rituxan과 동일한 적응증을 보유하고 있으며 Blitzima, Tuxella 그리고 Riximyo는 류마티스관절염을 제외한 적응증을, Ritemvia는 류마티스관절염, 만성림프구성 백혈병을 제외한 적응증을 보유하고 있다. 허쭈마는 올해 하반기 EMA 승인을 기대하고 있으며 Cohrus&Mylan, 삼성바이오에피스와 퍼스트무버 그룹을 형성하여 경쟁할 것으로 예상된다. 트룩시마와 허쭈마는 올해 상반기에 미국 FDA 승인신청이 예정되어 있다

### 투자의견 Buy, 목표주가 160,000원 유지

셀트리온에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 160,000원을 유지한다. 셀트리온과 셀트리온헬스케어 이익비중은 약 7:3 수준으로 추정되며 기업가치도 이에 비례할 것으로 예상된다. 셀트리온헬스케어의 상장은 문제없이 진행되고 있으며 재고이슈 등의 노이즈를 해소할 수 있는 긍정적인 이벤트로 판단한다

## Buy (maintain)

목표주가 **160,000 원**

현재주가 **96,100 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ(6/2)	658.78pt
시가총액	117,823 억원
발행주식수	122,604 천주
52 주 최고가 / 최저가	108,543 /
90 일 일평균거래대금	419.21 억원
외국인 지분율	24.2%
배당수익률(17.12E)	0.0%
BPS(17.12E)	21,674 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 2.8%
	6개월 -11.0%
	12개월 -14.9%
주주구성	셀트리온홀딩스외 36.9%
	셀트리온 자사주 0.4%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	529	254	223	202	1,750	52.8	333	48.3	30.9	5.6	13.4
2016	578	253	270	221	1,900	8.6	333	56.1	38.5	5.9	11.4
2017E	860	489	516	403	3,455	81.8	576	27.8	21.0	4.4	17.3
2018E	1,132	653	681	531	4,559	31.9	744	21.1	16.1	3.7	19.0
2019E	1,384	810	839	655	5,614	23.2	905	17.1	13.0	3.0	19.3

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

## 화이자가 진행하는 램시마 임상 그리고 기대되는 램시마 SC 제형

화이자(인플렉트라)에 대하여 다양한 임상을 진행하고 있다. 먼저 류마티스관절염(RA), 강직성척추염(AS), 건선성관절염(PsA)에 대하여 오리지널 레미케이드와 스위칭 임상을 진행하고 있다. 임상은 2015년 9월에 시작되어 2018년 12월에 완료 예정되어 있고 1,500명을 대상으로 불가리아, 캐나다, 체코, 독일, 그리스, 스페인, 영국에서 진행하고 있다.

염증성장질환(IBD)인 궤양성대장염(UC)와 크론병(CD)에 대하여 레미케이드 및 휴미라 스위칭 임상도 진행하고 있다. 이번 임상은 3,300명이 참가하는 대규모 임상으로 2015년 7월에 시작하여 2019년 1월에 종료될 예정이다. 임상국가는 벨기에, 체코, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 헝가리, 이탈리아, 포르투갈, 슬로바키아, 스페인, 영국이다. 미국에서는 크론병(CD)에 대하여 레미케이드 스위칭 임상을 진행하고 있으며 임상에는 220명이 참가하였다.

SC제형이 없는 레미케이드는 휴미라, 엔브렐 대비 편의성이 떨어진다. 이에 셀트리온은 국내에서 램시마의 SC제형의 임상을 진행하고 있다. 크론병(CD), 궤양성대장염(UC) 임상은 170명 대상으로 1상을 진행 중이고 류마티스관절염(RA)는 312명을 대상으로 임상 3상을 진행하고 있다. 유럽에서도 258명을 대상으로 류마티스관절염(RA) 임상 1/3상을 진행 중이다. 램시마 SC제형은 2019년 시판될 것으로 예상된다.

표11 램시마/인플렉트라 임상 진행 현황

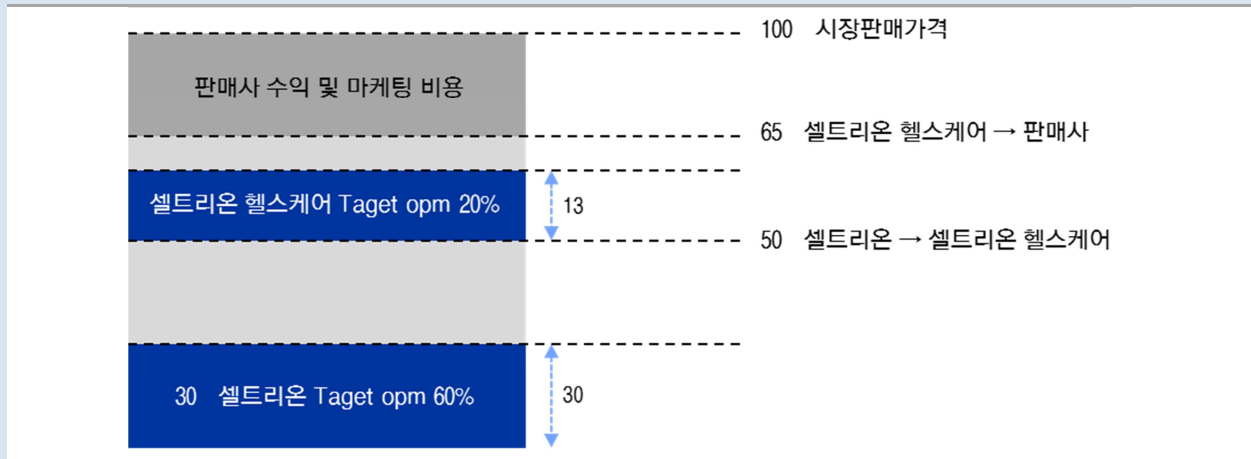
임상단계	적응증	지역	참가자	시작	완료	비고
	RA, AS, PA	EU	1,500	2015.09	2018.12	레미케이드→램시마 스위치 임상
	IBD, UC, CD	EU	3,300	2015.07	2019.01	레미케이드, 휴미라→램시마 스위치 임상
3상	CD	US	220	2014.07	2017.02	레미케이드→램시마 스위치 임상
1상	CD, UC	KR	170	2016.09	2019.02	램시마 IV와 SC 약동학 효능 및 안전성 평가
3상	RA	KR	312	2016.12	2019.07	램시마 IV와 SC 약동학 효능 및 안전성 평가
1/3상	RA	EU	258	2016.08	-	램시마 SC제형 임상

자료: Clinicaltrials.gov, 이베스트투자증권 리서치센터

셀트리온헬스케어의 기업가치와 재고이슈

셀트리온과 셀트리온헬스케어는 단일판매 및 공급계약을 체결하여 제품을 이전하며 셀트리온의 판매가격은 시장판매가격의 약 50%, 셀트리온헬스케어가 판매사에 제품을 이전하는 가격은 셀트리온의 이전가격에 시장판매가격의 15%를 가산한 수준으로 알려져 있다. [그림 16]은 셀트리온과 셀트리온헬스케어 그리고 판매사의 수익구조를 도식화 한 것이다. 여기서 시장판매가격이 100이라 가정했을 때 셀트리온의 매출은 50으로 볼 수 있으며 영업이익은 Target OPM을 60%로 가정하면 예상 영업이익은 30이 된다. Target OPM은 올해 예상 영업이익률이 57% 수준임을 감안하면 타당하다고 판단한다. 셀트리온헬스케어의 매출은 약 65로 볼 수 있으며 Target OPM을 20%로 가정하면(2016년도 OPM 23.5%) 영업이익은 13으로 도출할 수 있다. 물론 가정의 변화에 따라 조금씩 달라질 수 있겠지만 시장 판매가격이 100이라 가정했을 때 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 영업이익 비중은 약 7:3(30:13)으로 추정할 수 있다.

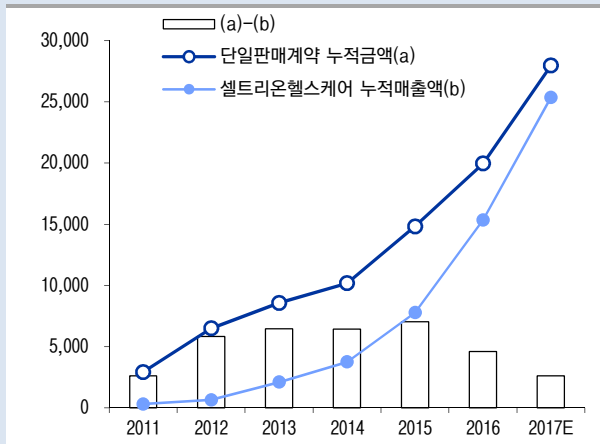
그림16 셀트리온, 셀트리온헬스케어 이익배분 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

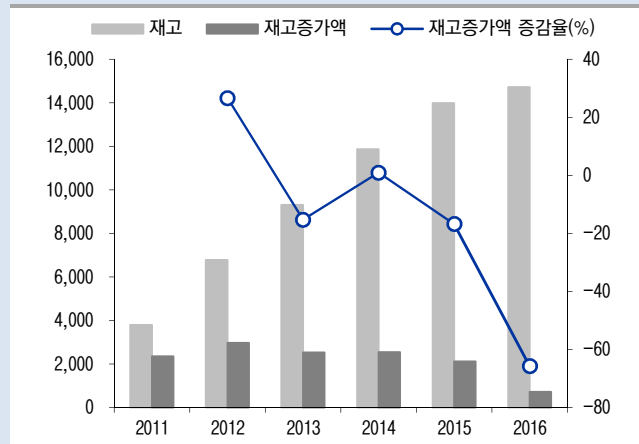
셀트리온헬스케어의 재고문제는 과거에서부터 계속 이슈가 되어왔다. 실제 처방이 일어나지 않는 제품에 대하여 재고를 쌓는 것이 문제의 시작이었고 실제 판매가 되는 시점에서도 재고가 계속 증가하는 것이 투자자에게 의구심을 남겼다. 하지만 셀트리온의 셀트리온헬스케어항 단일판매 및 공급계약과 셀트리온헬스케어의 매출추이를 보면 제품이 실제로 나가고 있음을 알 수 있다. [그림 17]은 셀트리온의 단일판매 및 공급계약 금액과 셀트리온헬스케어의 매출추이를 나타낸 그래프이다. 물론 1:1로 가격비교가 불가하지만 램시마의 본격적 매출발생 시점인 2016년부터 기 발생한 공급계약 물량이 감소하고 있으며 2017년도 예상매출을 반영하면 현저하게 물량이 줄어드는 것을 볼 수 있다. 셀트리온헬스케어의 재고자산은 2016년도 기준 1.47조원이다. 재고자산은 계속 증가하지만 증가금액이 크게 감소하고 있으며 램시마 미국매출 및 트룩시마의 본격적인 매출이 시작되면 일정수준으로 유지가 가능할 것으로 예상된다.

그림17 셀트리온 단일판매계약 및 셀트리온헬스케어 매출추이



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 셀트리온헬스케어 재고추이



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 셀트리온 1Q17 Review

(억원)	1Q17P	1Q16	YoY(% , %p)	4Q16	QoQ(% , %p)	기존추정	컨센서스
매출액	1,758	909	93.4	1,802	(2.4)	1,797	1,480
영업이익	908	255	256.5	798	13.8	968	632
OPM(%)	51.6	28.0	23.6	44.3	7.4	53.9	42.7
순이익	682	79	768.7	637	7.1	820	471
NPM(%)	38.8	8.6	30.2	35.4	3.4	45.6	31.8

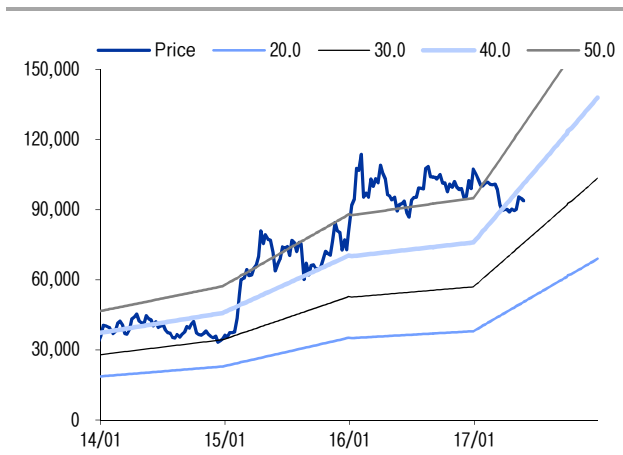
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 셀트리온 실적추정

(억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E
매출액	909	1,599	1,465	1,802	1,758	2,087	2,278	2,442	5,776	8,566
YoY(%)	11.2	7.4	(2.0)	21.3	93.4	30.5	55.5	35.5	9.2	48.3
공급계약	852	1,456	1,349	1,535	1,669	1,900	2,100	2,300	5,192	7,969
램시마	852	1,456	1,349	1,535	1,669	1,900	1,600	1,800	5,192	6,969
트룩시마							500	500		1,000
허쥬마										
매출총이익	557	977	988	1,020	1,107	1,451	1,629	1,648	3,541	5,834
YoY(%)	6.4	(0.2)	9.7	26.1	98.8	48.4	64.9	61.6	10.3	64.7
GPM(%)	61.2	61.1	67.4	56.6	62.9	69.5	71.5	67.5	61.3	68.1
영업이익	255	752	722	798	908	1,198	1,356	1,365	2,527	4,827
YoY(%)	(36.0)	(5.7)	0.1	27.8	256.5	59.2	87.8	71.1	(0.6)	91.0
OPM(%)	28.0	47.0	49.3	44.3	51.6	57.4	59.5	55.9	43.8	56.3
순이익	79	906	592	637	682	1,034	1,141	1,165	2,214	4,023
YoY(%)	(69.1)	71.7	29.6	(18.4)	768.7	14.2	92.8	82.8	9.6	81.7
NPM(%)	8.6	56.7	40.4	35.4	38.8	49.6	50.1	47.7	38.3	47.0

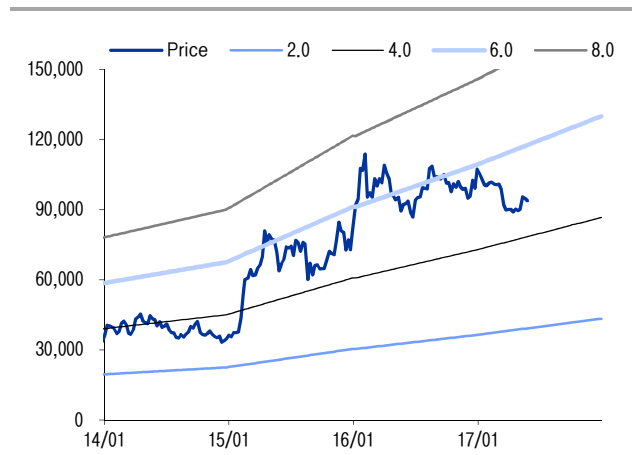
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 셀트리온 FWD PER Band



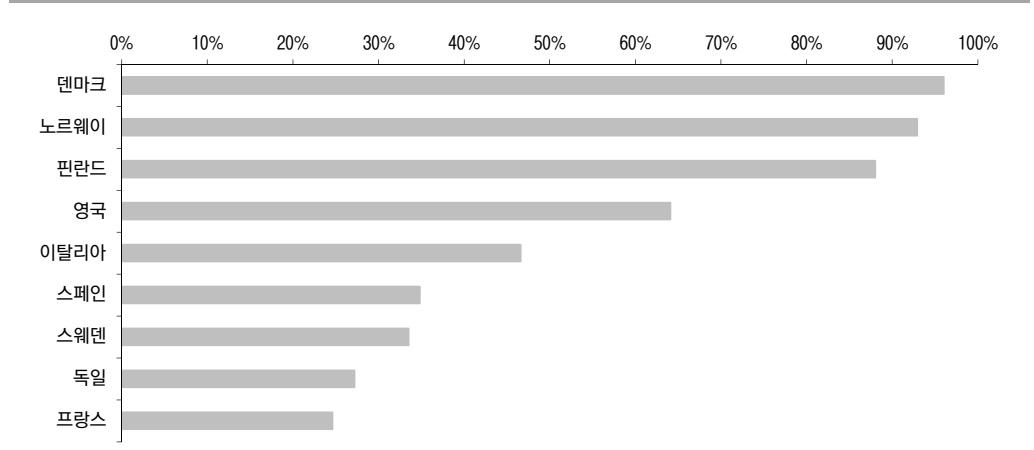
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 셀트리온 FWD PBR Band



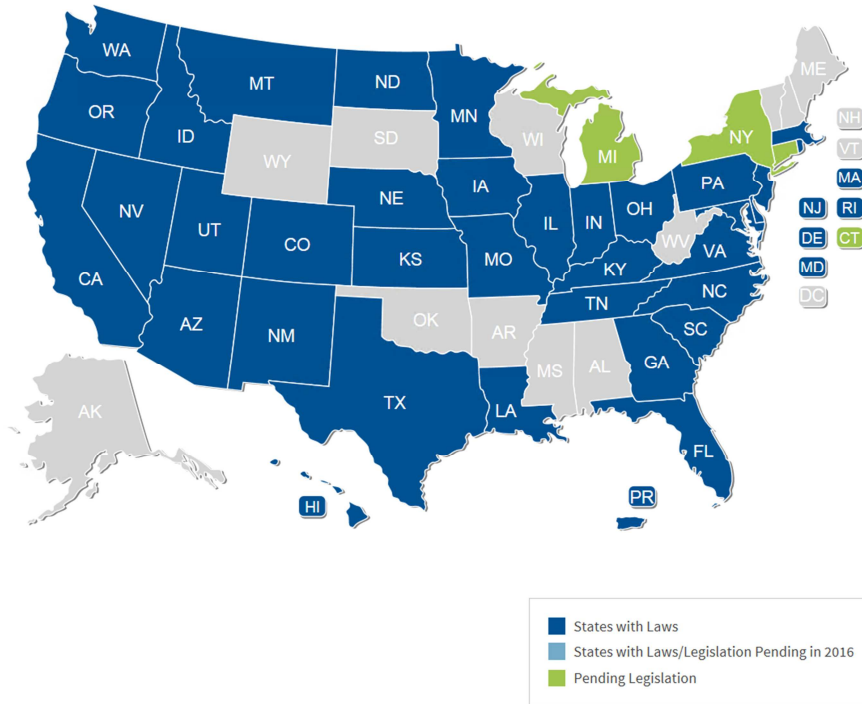
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 유럽 주요국가 램시마 점유율 현황



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 미국 34 개 주정부 바이osi밀러 대체법 제정



Updated 05/31/2017

자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 TNF-alpha 치료제 매출추이

(단위: m\$)			1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2015	2016
Remicade	Jassen	US	1,055	1,088	1,117	1,193	1,211	1,236	1,222	1,173	1,182	4,453	4,842
		YoY(%)	13.4	6.6	2.9	13.4	14.8	13.6	9.4	(1.7)	(2.4)	13.4	8.7
		US Export	181	241	180	180	233	185	255	109	165	782	782
	Merck	Intl	364	339	316	307	335	359	306	342	325	1,326	1,342
		YoY(%)	(18.4)	(20.4)	(18.3)	(18.4)	(8.0)	5.9	(3.2)	11.4	(3.0)	(18.9)	1.2
		EU	501	455	442	396	349	339	311	269	229	1,794	1,268
Remsima/Inflectra	Pfizer	YoY(%)				30	36			61	78	30	192
		YoY(%)									116.7		540.0
Flixabi	Biogen	Northern EU		6	9	13	13	11	11	12	12	28	47
		YoY(%)						85.2	12.9	(3.2)	(9.3)		67.7
Humira	Abbvie	EU							0.1		0.6		
		intl	3,111	3,537	3,647	3,717	3,577	4,149	4,060	4,292	4,118	14,012	16,078
Enbrel	Amgen	YoY(%)	18.0	7.6	12.0	10.5	15.0	17.3	11.3	15.5	15.1	11.7	14.7
		US	1,116	1,348	1,459	1,441	1,385	1,484	1,452	1,644	1,181	5,364	5,965
	Pfizer	YoY(%)	13.0	8.4	30.3	7.8	24.1	10.1	(0.5)	14.1	(14.7)	14.4	11.2
		EU	759	822	844	907	733	766	701	708	588	3,332	2,908
Benepali	Biogen	YoY(%)	(17.0)	(15.9)	(11.6)	(9.7)	(3.4)	(6.8)	(16.9)	(21.9)	(19.8)	(13.5)	(12.7)
		EU					2	15	31	53	65		101

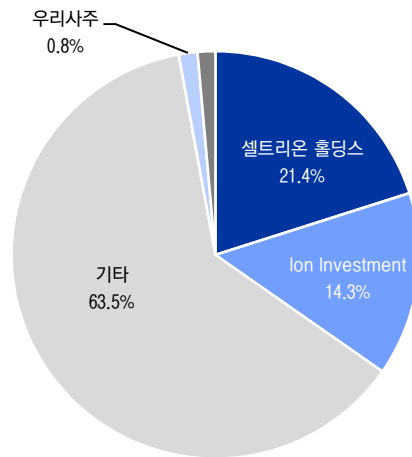
자료: 각 사 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 셀트리온 단일판매 및 공급계약 체결 공시 내용 요약

일자	품목	금액(원)	일자	품목	금액(원)
2011.01.17	허쥬마	293,040,000,000	2015.12.15	램시마	119,212,047,750
2012.03.29	램시마 및 허쥬마	172,480,000,000	2016.03.23	램시마	85,200,000,000
2012.09.26	램시마	85,140,000,000	2016.06.21	램시마	145,550,000,000
2012.12.13	램시마	99,349,689,450	2016.09.20	램시마	134,900,000,000
2013.03.25	램시마	88,000,000,000	2016.12.21	램시마	149,100,000,000
2013.11.27	트룩시마	120,000,000,000	2017.01.26	램시마	53,250,000,000
2014.09.24	램시마	80,000,000,000	2017.02.23	램시마	56,800,000,000
2014.12.23	램시마	80,000,000,000	2017.03.27	램시마	56,800,000,000
2015.02.10	램시마	77,136,524,750	2017.04.20	램시마	60,350,000,000
2015.05.12	램시마	133,000,000,000	2017.05.25	램시마	67,450,000,000
2015.07.30	램시마	135,050,000,000			

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 셀트리온 주주구성



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 셀트리온 Valuation Table

품목	항목	가치(십억원)
램시마	PV of FCF(~2027)	5,985
	PV of Terminal Value	4,658
	NPV	10,644
허쥬마	PV of FCF(~2027)	1,395
	PV of Terminal Value	846
	NPV	2,242
트록시마	PV of FCF(~2027)	3,664
	PV of Terminal Value	1,977
	NPV	5,641
기타 파이프라인	NPV	1,127
가정	Discount Rate	6.0%
	주식수	122,604,401
적정시총		19,653
적정주가		160,297
목표주가		160,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



표17 램시마 가치 추정

(단위: m\$)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Infliximab Market	9,710	10,196	10,705	11,241	11,803	12,393	13,012	13,663	14,346	15,063	15,817	16,607
US	4,370	4,588	4,817	5,058	5,311	5,577	5,856	6,148	6,456	6,779	7,117	7,473
EU+ROW	5,341	5,608	5,888	6,182	6,491	6,816	7,157	7,515	7,890	8,285	8,699	9,134
<b>Remsima(Inflixtra) M/S</b>												
US		15%	25%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
EU+ROW	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
<b>Remsima(Inflixtra) Price Discount rate</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>
Remsima(Inflixtra) Sales	1,495	2,052	2,492	2,793	2,933	3,080	3,003	3,153	3,310	3,476	3,650	3,832
US	0	482	843	1,062	1,115	1,171	1,142	1,199	1,259	1,322	1,388	1,457
EU+ROW	1,495	1,570	1,649	1,731	1,818	1,908	1,861	1,954	2,051	2,154	2,262	2,375
Celltrion Sales	748	1,026	1,246	1,397	1,466	1,540	1,501	1,576	1,655	1,738	1,825	1,916
Celltrion NP	299	410	498	559	587	616	601	631	662	695	730	766
Discount Rate		1.00	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
<b>PV</b>		<b>410</b>	<b>470</b>	<b>497</b>	<b>493</b>	<b>488</b>	<b>449</b>	<b>445</b>	<b>440</b>	<b>436</b>	<b>432</b>	<b>428</b>
PV of FCF	4,988											
PV of Terminal Value	3,882											
NPV	8,870											
NPV (십억원, 1\$=1,200원)	10,644											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Remicade Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

표18 트룩시마 가치 추정

(단위: m\$)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Rituxan Market	7,300	7,665	8,048	8,451	8,873	9,317	9,783	10,272	10,785	11,325	11,891	12,485
US	3,285	3,449	3,622	3,803	3,993	4,193	4,402	4,622	4,853	5,096	5,351	5,618
EU	4,015	4,216	4,427	4,648	4,880	5,124	5,380	5,650	5,932	6,229	6,540	6,867
<b>Truxima M/S</b>												
US			0%	5%	15%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
EU		5%	15%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Truxima Price Discount rate</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
Truxima Sales	179	564	1,347	1,754	2,376	2,348	2,465	2,589	2,718	2,854	2,997	
US	0	0	162	509	1,069	1,057	1,109	1,165	1,223	1,284	1,348	
EU	179	564	1,185	1,244	1,307	1,291	1,356	1,424	1,495	1,570	1,648	
Celltrion Sales	90	282	673	877	1,188	1,174	1,233	1,294	1,359	1,427	1,498	
Celltrion NP	32	107	269	368	499	493	518	544	571	599	629	
Discount Rate	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56	0.53	
<b>PV</b>	<b>30</b>	<b>95</b>	<b>226</b>	<b>292</b>	<b>373</b>	<b>348</b>	<b>344</b>	<b>341</b>	<b>338</b>	<b>335</b>	<b>331</b>	
PV of FCF	3,053											
PV of Terminal Value	1,647											
NPV	4,701											
NPV (십억원, 1\$=1,200원)	5,641											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Rituxan Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

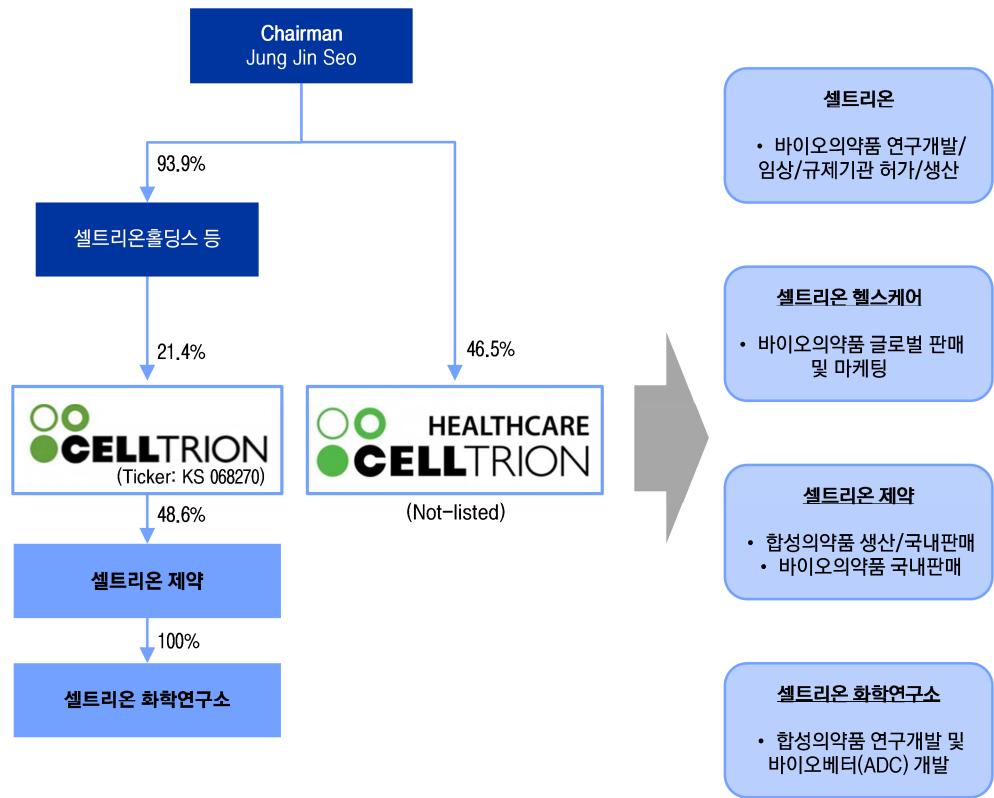
표19 허쥬마 가치 추정

(단위: m\$)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Herceptin Market	6,782	7,121	7,477	7,851	8,244	8,656	9,089	9,543	10,020	10,521	11,047	11,600
US	3,052	3,204	3,365	3,533	3,710	3,895	4,090	4,294	4,509	4,734	4,971	5,220
EU+ROW	3,730	3,917	4,112	4,318	4,534	4,761	4,999	5,249	5,511	5,787	6,076	6,380
<b>SB2 M/S</b>												
US		0%	0%	0%	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EU+ROW		5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
<b>Herzuma Price Discount</b>		<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>
Herzuma Sales		137	288	453	606	773	886	930	977	1026	1077	1131
US		0	0	0	130	273	399	419	440	462	485	509
EU+ROW		137	288	453	476	500	487	512	537	564	592	622
Celltrion Sales		69	144	227	303	386	443	465	488	513	539	565
Celltrion NP		27	58	91	121	155	177	186	195	205	215	226
Discount Rate		1	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
<b>PV</b>		<b>27</b>	<b>54</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>122</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>130</b>	<b>129</b>	<b>128</b>	<b>126</b>
PV of FCF		1,163										
PV of Terminal Value		705										
NPV		1,868										
NPV(1\$=1,200원)		2,242										

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Herzuma Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

그림24 셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 셀트리온 파이프라인 정리

제품명	Original(성분명)	적응증	Originator	진행단계
Ramsima	Remicade (Infliximab)	류마티스 관절염	J&J	미국, 한국, EU, 일본 허가
Herzuma	Herceptin (Trastuzumab)	유방암	Roche	한국 허가, 유럽 허가신청
Truxima	Rituxan (Rituximab)	비호지킨 림프종	Roche	한국 유럽 허가
CT-P15	Erbix (Cetuximab)	직결장암	Merck	비임상 준비중
CT-P05	Enbrel (Etanercept)	류마티스 관절염	Amgen	전임상
CT-P14	Synagis (Palivizumab)	호흡기질환	Medimmune	개발중
CT-P16	Avastin (Bevacizumab)	결장직장암	Roche	개발중
CT-P17	Humira (Adalimumab)	류마티스 관절염	Abbot	개발중
CT-P27	Antibody(H1N1, H3N2)	인플루엔자	Celltrion	임상 2a상
CT-P19	Rabis Antibody	광견병	Celltrion	개발중
CT-P24	HBV Antibody	B형간염	Celltrion	개발중
CT-P26	ADC	유방암	Celltrion	개발중
CT-P25	Antibody(H1N1, H3N2, B)	인플루엔자	Celltrion	개발중

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

## 셀트리온(068270)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	946	1,117	1,487	1,989	2,610
현금 및 현금성자산	140	166	208	314	568
매출채권 및 기타채권	622	754	1,021	1,344	1,642
재고자산	159	169	229	301	368
기타유동자산	25	29	30	31	32
<b>비유동자산</b>	1,572	1,676	1,736	1,798	1,863
관계기업투자등	172	218	226	236	245
유형자산	670	653	646	644	648
무형자산	640	723	779	830	877
<b>자산총계</b>	<b>2,518</b>	<b>2,793</b>	<b>3,224</b>	<b>3,788</b>	<b>4,473</b>
<b>유동부채</b>	607	570	597	629	659
매입채무 및 기타채무	14	71	97	127	155
단기금융부채	496	454	454	454	454
기타유동부채	98	44	46	48	50
<b>비유동부채</b>	158	100	100	100	100
장기금융부채	157	92	92	92	92
기타비유동부채	2	8	8	8	8
<b>부채총계</b>	<b>766</b>	<b>669</b>	<b>697</b>	<b>729</b>	<b>760</b>
<b>지배주주지분</b>	1,752	2,124	2,527	3,058	3,713
<b>자본금</b>	112	117	117	117	117
<b>자본잉여금</b>	644	735	735	735	735
<b>이익잉여금</b>	1,058	1,277	1,679	2,211	2,865
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,752</b>	<b>2,124</b>	<b>2,527</b>	<b>3,058</b>	<b>3,713</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>59</b>	<b>-28</b>	<b>189</b>	<b>260</b>	<b>414</b>
당기순이익(손실)	202	221	403	531	655
비현금수익비용가감	144	-211	88	92	96
유형자산감가상각비	30	29	27	27	27
무형자산상각비	49	51	61	65	69
기타현금수익비용	65	-291	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-277	-38	-301	-364	-336
매출채권 감소(증가)	-278	-136	-268	-323	-298
재고자산 감소(증가)	-22	-33	-60	-72	-67
매입채무 증가(감소)	-1	23	25	31	28
기타자산, 부채변동	24	108	1	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-105</b>	<b>-123</b>	<b>-147</b>	<b>-154</b>	<b>-160</b>
유형자산처분(취득)	-8	-13	-19	-25	-31
무형자산 감소(증가)	-113	-113	-116	-116	-116
투자자산 감소(증가)	5	-4	-9	-9	-10
기타투자활동	11	8	-3	-3	-4
<b>재무활동 현금</b>	<b>80</b>	<b>177</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	102	22	0	0	0
자본의 증가(감소)	7	154	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-28	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>42</b>	<b>106</b>	<b>254</b>
기초현금	105	140	166	208	314
기말현금	140	166	208	314	568

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>529</b>	<b>578</b>	<b>860</b>	<b>1,132</b>	<b>1,384</b>
매출원가	208	223	269	345	411
<b>매출총이익</b>	<b>321</b>	<b>354</b>	<b>591</b>	<b>787</b>	<b>973</b>
판매비 및 관리비	67	101	103	134	163
<b>영업이익</b>	<b>254</b>	<b>253</b>	<b>489</b>	<b>653</b>	<b>810</b>
(EBITDA)	333	333	576	744	905
금융손익	-16	7	14	15	16
이자비용	26	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-14	10	13	13	14
<b>세전계속사업이익</b>	<b>223</b>	<b>270</b>	<b>516</b>	<b>681</b>	<b>839</b>
계속사업법인세비용	21	48	114	150	185
계속사업이익	202	221	403	531	655
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>202</b>	<b>221</b>	<b>403</b>	<b>531</b>	<b>655</b>
지배주주	202	221	403	531	655
<b>총포괄이익</b>	<b>207</b>	<b>221</b>	<b>403</b>	<b>531</b>	<b>655</b>
매출총이익률 (%)	60.7	61.3	68.7	69.5	70.3
영업이익률 (%)	48.1	43.8	56.8	57.7	58.5
EBITDA 마진률 (%)	63.0	57.6	66.9	65.7	65.4
당기순이익률 (%)	38.2	38.3	46.8	46.9	47.3
ROA (%)	8.8	8.3	13.4	15.2	15.8
ROE (%)	13.4	11.4	17.3	19.0	19.3
ROIC (%)	12.1	9.5	15.5	17.9	19.5

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	48.3	56.1	27.8	21.1	17.1
P/B	5.6	5.9	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	30.9	38.5	21.0	16.1	13.0
P/CF	28.2	1,211.2	22.8	18.0	14.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	30.7	9.2	49.0	31.6	22.2
영업이익	29.8	-0.6	93.4	33.6	24.1
세전이익	37.6	20.8	91.6	31.9	23.2
당기순이익	57.7	9.6	81.9	31.9	23.2
EPS	52.8	8.6	81.8	31.9	23.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	43.7	31.5	27.6	23.8	20.5
유동비율	155.6	196.1	249.2	316.2	395.8
순차입금/자기자본	28.7	17.6	13.2	7.4	-0.7
영업이익/금융비용	9.9	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	653	546	546	546	546
순차입금 (십억원)	503	375	333	227	-28
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,750	1,900	3,455	4,559	5,614
BPS	15,133	18,218	21,674	26,232	31,846
CFPS	3,000	88	4,206	5,344	6,434
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 삼성바이오로직스 (207940)

2017. 6. 5

제약/바이오

## CMO 업계의 MVP, Bio-Similar 시장의 VIP

Analyst **신재훈**

02. 3779-8808

shinjaehoon@ebestsec.co.kr

### 글로벌 No.1 CMO 업체 지향

삼성바이오로직스는 CMO 전문업체로서 현재 182,000리터 CAPA의 공장을 보유하고 있다. 1공장은 30,000리터(5,000리터\*6) 규모로 FDA, EMA의 승인을 모두 획득했으며 100% 가동 중이고 2공장은 152,000리터(15,000리터\*10 + 1,000리터\*2) 규모이며 2공장의 가동률의 상승에 따라 올해 실적은 적자에서 벗어날 것으로 전망한다. 동사의 CMO 생산능력은 2018년 180,000리터(15,000리터\*12)의 3공장이 완공되면서 총 362,000리터의 글로벌 1위 CMO CAPA를 보유한 업체로 거듭나게 된다. 선두업체인 론자와 베링거인겔하임도 증설을 진행 중이며 2018년 기준 각 265,000리터, 319,000리터의 생산능력을 보유하게 된다. 동사의 수주잔고는 32억불 수준이며 30여 개 품목에 대한 CMO 계약을 추진 중이다

### 다양한 바이오시밀러 포트폴리오 보유

바이오시밀러 개발업체인 삼성바이오에피스(지분율 50%)는 다양한 파이프라인 포트폴리오를 보유하고 있다. 휴미라 바이오시밀러 SB5는 2016년 7월 유럽허가를 신청하였으며 란투스 바이오시밀러 SB9은 유럽에서는 승인을 획득하고 미국은 허가를 신청한 상태이다. 엔브렐 바이오시밀러 SB4(Benepali)는 2016년 2월 유럽허가를 받아 판매 파트너업체인 바이오젠이 판매 중이며 2016년 101m\$, 1Q17 65.3m\$의 매출을 기록하였다. 베네파리의 EU5 국가 점유율(2016년 기준, IMS)은 영국 31.6%, 독일 19%이며 이탈리아, 프랑스, 스페인은 1% 미만이었다. 레미케이드 바이오시밀러 SB2(flixabi/Renflexis)는 유럽 및 미국 승인을 획득하였다. 허셉틴 바이오시밀러 SB3는 2016년 10월 유럽허가를 신청하였으며 아바스틴 바이오시밀러 SB8은 임상 3상, 리톡산 바이오시밀러 SAIT-101은 임상 1상 중이다

### 삼성바이오에피스 바이오시밀러 가치 13.9조원 평가

삼성바이오에피스(지분율 50%)의 바이오시밀러 가치는 13.9조원으로 평가하였다. 파이프라인 별 가치는 SB2(레미케이드 바이오시밀러) 1.9조원, SB3(허셉틴 바이오시밀러) 2.2조원, SB4(엔브렐 바이오시밀러) 3.1조원, SB5(휴미라 바이오시밀러) 4.1조원, 기타 파이프라인 2.6조원이다

**Not Rated**

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **231,500 원**

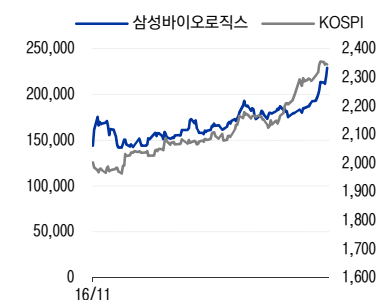
#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

#### Stock Data

KOSPI(6/2)	2,371.72pt
시가총액	153,172 억원
발행주식수	66,165 천주
52 주 최고가 / 최저가	231,500 / 142,000 원
90 일 일평균거래대금	416.28 억원
외국인 지분율	12.5%
배당수익률(17.12E)	0.0%
BPS(17.12E)	60,643 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 22.5%
	6개월 42.7%
	12개월 n/a
주주구성	삼성물산외 3인 75.1%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	91	-204	2,488	1,905	n/a	n/a	-162	n/a	-15.3	n/a	111.9
2016	295	-30	-231	-177	-2,672	적전	30	-56.5	387.1	2.4	-5.2
2017E	450	8	-88	-70	-1,057	적지	66	-218.9	261.7	3.8	-1.7
2018E	548	33	18	14	208	흑전	121	1,113.2	145.7	3.8	0.3
2019E	934	281	296	227	3,427	1,548.1	388	67.5	46.9	3.6	5.5

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표21 삼성바이오에피스 파이프라인 가치산정

품목	항목	가치(억원)
SB2 (레미케이드 바이오시밀러)	NPV	18,922
	PV of FCF(~2027)	12,701
	PV of Terminal Value	6,222
SB3 (허셉틴 바이오시밀러)	NPV	22,415
	PV of FCF(~2027)	13,952
	PV of Terminal Value	8,463
SB4 (엔브렐 바이오시밀러)	NPV	31,203
	PV of FCF(~2027)	21,754
	PV of Terminal Value	9,448
SB5 (휴미라 바이오시밀러)	NPV	41,170
	PV of FCF(~2029)	27,422
	PV of Terminal Value	13,748
기타 파이프라인	NPV	25,772

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 SB2 (레미케이드 바이오시밀러) 가치추정

(단위: m\$, 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Remicade Market	9,710	10,196	10,705	11,241	11,803	12,393	13,012	13,663	14,346	15,063	15,817	16,607
US	4,855	5,098	5,353	5,620	5,901	6,196	6,506	6,831	7,173	7,532	7,908	8,304
EU+ROW	4,855	5,098	5,353	5,620	5,901	6,196	6,506	6,831	7,173	7,532	7,908	8,304
SB2 M/S												
US		0%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EU+ROW		1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
SB2 Price Discount		30%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
SB2 Sales		36	401	632	664	697	732	769	807	847	890	934
US		0	201	422	443	465	488	512	538	565	593	623
EU+ROW		36	201	211	221	232	244	256	269	282	297	311
Samsung Sales		18	201	316	332	349	366	384	403	424	445	467
Samsung NP		7	80	126	133	139	146	154	161	169	178	187
Discount Rate		1	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
PV		7	76	113	111	110	109	108	107	106	105	104
PV of FCF	1,058											
PV of Terminal Value	518											
NPV	1,577											
NPV(1\$=1,200원)	1,892											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Remicade Market 추정치는 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

표23 SB3 (허셉틴 바이오시밀러) 가치추정

(단위: m\$, 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Herceptin Market</b>	6,782	7,121	7,477	7,851	8,244	8,656	9,089	9,543	10,020	10,521	11,047	11,600
US	3,052	3,204	3,365	3,533	3,710	3,895	4,090	4,294	4,509	4,734	4,971	5,220
EU+ROW	3,730	3,917	4,112	4,318	4,534	4,761	4,999	5,249	5,511	5,787	6,076	6,380
<b>SB3 M/S</b>												
US		0%	0%	0%	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EU+ROW		5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
<b>SB3 Price Discount</b>		30%	30%	30%	30%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
<b>SB3 Sales</b>		137	288	453	606	773	886	930	977	1026	1077	1131
US		0	0	0	130	273	399	419	440	462	485	509
EU+ROW		137	288	453	476	500	487	512	537	564	592	622
<b>Samsung Sales</b>		69	144	227	303	386	443	465	488	513	539	565
<b>Samsung NP</b>		27	58	91	121	155	177	186	195	205	215	226
<b>Discount Rate</b>		1	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
<b>PV</b>		27	54	81	102	122	132	131	130	129	128	126
<b>PV of FCF</b>	1,163											
<b>PV of Terminal Value</b>	705											
<b>NPV</b>	1,868											
<b>NPV(1\$=1,200원)</b>	2,242											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Herceptin Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

표24 SB4 (엔브렐 바이오시밀러) 가치추정

(단위: m\$, 십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Enbrel Market</b>	8,873	9,139	9,413	9,696	9,987	10,286	10,595	10,913	11,240	11,577	11,925	12,282
US	3,993	4,113	4,236	4,363	4,494	4,629	4,768	4,911	5,058	5,210	5,366	5,527
EU+ROW	4,880	5,027	5,177	5,333	5,493	5,657	5,827	6,002	6,182	6,367	6,559	6,755
<b>SB4 M/S</b>												
US		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EU+ROW		15%	20%	25%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>SB4 Price Discount</b>		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>SB4 Sales</b>		528	725	933	1,153	1,188	1,224	1,260	1,298	1,337	1,377	1,419
US		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EU+ROW		528	725	933	1,153	1,188	1,224	1,260	1,298	1,337	1,377	1,419
<b>Samsung Sales</b>		264	362	467	577	594	612	630	649	669	689	709
<b>Samsung NP</b>		106	145	187	231	238	245	252	260	267	275	284
<b>Discount Rate</b>		1	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
<b>PV</b>		106	137	166	194	188	183	178	173	168	163	158
<b>PV of FCF</b>	1,813											
<b>PV of Terminal Value</b>	787											
<b>NPV</b>	2,600											
<b>NPV(1\$=1,200원)</b>	3,120											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Enbrel Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

표25 SB5 (휴미라 바이오시밀러) 가치추정

(단위: m\$, 십억원)	2016	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Humira Market	16,078	18,612	19,543	20,520	21,546	22,623	23,755	24,942	26,189	27,499	28,874	30,317
US	7,235	8,376	8,794	9,234	9,696	10,181	10,690	11,224	11,785	12,374	12,993	13,643
EU+ROW	8,843	10,237	10,749	11,286	11,850	12,443	13,065	13,718	14,404	15,124	15,881	16,675
SB5 M/S												
US		0%	0%	0%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EU+ROW		5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
SB5 Price Discount		30%	30%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	40%	40%
SB5 Sales		358	752	1,100	1,471	1,875	1,969	1,908	2,003	2,104	2,209	2,319
US		0	0	0	315	662	695	673	707	742	780	819
EU+ROW		358	752	1,100	1,155	1,213	1,274	1,235	1,296	1,361	1,429	1,501
Samsung Sales		179	376	550	735	937	984	954	1,002	1,052	1,104	1,160
Samsung NP		72	150	220	294	375	394	382	401	421	442	464
Discount Rate		0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56	0.53	0.50
PV		64	126	174	220	264	262	239	237	235	233	231
PV of FCF	2,285											
PV of Terminal Value	1,146											
NPV	3,431											
NPV(1\$=1,200원)	4,117											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주1) Humira Market 추정은 바이오시밀러 출시를 배제한 수치임

표26 삼성바이오에피스 파이프라인

파이프라인	제품명	회사명	성분명	적응증	임상 및 허가단계
SB5	Hunira	Abbvie	Adalimumab	류마티스관절염 등	유럽허가신청
SB9	Lantus	Sanofi	Insulin Glargine	당뇨	유럽허가/미국허가신청
SB4(Benepali)	Enbrel	Amgen	Etanercept	류마티스관절염 등	유럽허가
SB2(Flixabi/Renflexis)	Remicade	J&J	Infliximab	류마티스관절염 등	유럽허가/미국허가
SAIT-101	Rituxan	Roche	Rituximab	비호지킨림프종 등	임상 1상
SB8	Avastin	Roche	Bevacizumab	직결장암 등	임상 3상
SB3	Herceptin	Roche	Trastuzumab	유방암 등	유럽허가신청

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터



## 삼성바이오로직스(207940)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	193	1,461	1,852	1,507	2,302
현금 및 현금성자산	35	230	774	325	790
매출채권 및 기타채권	37	72	106	129	220
재고자산	119	164	241	293	500
기타유동자산	2	994	730	760	791
<b>비유동자산</b>	5,768	6,072	6,405	6,831	7,461
관계기업투자등	4,838	4,944	5,036	5,241	5,453
유형자산	890	1,091	1,333	1,553	1,968
무형자산	14	14	15	15	16
<b>자산총계</b>	<b>5,960</b>	<b>7,533</b>	<b>8,257</b>	<b>8,339</b>	<b>9,762</b>
<b>유동부채</b>	1,912	2,477	3,372	3,418	4,592
매입채무 및 기타채무	28	115	199	242	413
단기금융부채	1,831	2,278	3,102	3,102	4,102
기타유동부채	53	83	70	73	76
<b>비유동부채</b>	1,274	974	873	895	918
장기금융부채	682	439	326	326	326
기타비유동부채	592	535	547	569	592
<b>부채총계</b>	<b>3,186</b>	<b>3,451</b>	<b>4,244</b>	<b>4,313</b>	<b>5,510</b>
<b>자배주주지분</b>	2,775	4,082	4,012	4,026	4,253
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
이익잉여금	1,602	1,425	1,355	1,368	1,595
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,775</b>	<b>4,082</b>	<b>4,012</b>	<b>4,026</b>	<b>4,253</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-266</b>	<b>-63</b>	<b>137</b>	<b>297</b>	<b>435</b>
당기순이익(손실)	1,905	-177	-70	14	227
비현금수익비용가감	-2,068	211	283	314	334
유형자산감가상각비	33	56	54	83	102
무형자산상각비	9	4	4	5	5
기타현금수익비용	-4,515	130	225	225	226
영업활동 자산부채변동	-96	-74	-73	-30	-125
매출채권 감소(증가)	-20	-29	-38	-23	-91
재고자산 감소(증가)	-117	-44	-87	-52	-207
매입채무 증가(감소)	1	1	51	43	171
기타자산, 부채변동	41	-2	1	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-429</b>	<b>-1,373</b>	<b>-314</b>	<b>-746</b>	<b>-969</b>
유형자산처분(취득)	-240	-163	-277	-303	-517
무형자산 감소(증가)	-149	-5	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	0	-970	-31	-436	-446
기타투자활동	-40	-235	-1	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>633</b>	<b>1,631</b>	<b>721</b>	<b>0</b>	<b>1,000</b>
차입금의 증가(감소)	360	147	721	0	1,000
자본의 증가(감소)	267	1,484	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	6	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-62</b>	<b>196</b>	<b>543</b>	<b>-449</b>	<b>466</b>
기초현금	96	35	230	774	325
기말현금	35	230	774	325	790

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>91</b>	<b>295</b>	<b>450</b>	<b>548</b>	<b>934</b>
매출원가	115	268	352	422	565
<b>매출총이익</b>	<b>-24</b>	<b>27</b>	<b>99</b>	<b>125</b>	<b>369</b>
판매비 및 관리비	180	57	91	92	88
<b>영업이익</b>	<b>-204</b>	<b>-30</b>	<b>8</b>	<b>33</b>	<b>281</b>
(EBITDA)	-162	30	66	121	388
금융손익	-14	-18	0	-12	-13
이자비용	3	19	15	18	18
관계기업등 투자손익	4,524	-129	-203	-203	-203
기타영업외손익	-1,819	-53	107	200	231
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2,488</b>	<b>-231</b>	<b>-88</b>	<b>18</b>	<b>296</b>
계속사업법인세비용	583	-54	-18	4	69
계속사업이익	1,905	-177	-70	14	227
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,905</b>	<b>-177</b>	<b>-70</b>	<b>14</b>	<b>227</b>
지배주주	1,905	-177	-70	14	227
<b>총포괄이익</b>	<b>1,901</b>	<b>-177</b>	<b>-70</b>	<b>14</b>	<b>227</b>
매출총이익률 (%)	-25.8	9.0	21.9	22.9	39.5
영업이익률 (%)	-223.1	-10.3	1.8	6.1	30.1
EBITDA 마진률 (%)	-177.5	10.1	14.7	22.2	41.6
당기순이익률 (%)	2,087.0	-60.0	-15.5	2.5	24.3
ROA (%)	52.1	-2.6	-0.9	0.2	2.5
ROE (%)	111.9	-5.2	-1.7	0.3	5.5
ROIC (%)	-22.7	-4.1	0.7	2.4	15.2

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	-56.5	-218.9	1,113.2	67.5
P/B	n/a	2.4	3.8	3.8	3.6
EV/EBITDA	-15.3	387.1	261.7	145.7	46.9
P/CF	n/a	288.2	71.9	46.8	27.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.2	222.8	52.9	21.6	70.5
영업이익	적지	적지	흑전	319.5	744.7
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	1,548.1
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	1,548.1
EPS	n/a	적전	적지	흑전	1,548.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	114.8	84.5	105.8	107.1	129.5
유동비율	10.1	59.0	54.9	44.1	50.1
순차입금/자기자본	89.3	37.2	48.7	59.0	67.7
영업이익/금융비용	-76.8	-1.6	0.5	1.9	15.4
총차입금 (십억원)	2,512	2,718	3,428	3,428	4,428
순차입금 (십억원)	2,478	1,517	1,954	2,375	2,879
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	-2,672	-1,057	208	3,427
BPS	100,652	61,700	60,643	60,850	64,278
CFPS	n/a	524	3,220	4,947	8,469
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

셀트리온 목표주가 추이		투자의견 변동내역							
	<b>일시</b>	<b>투자의견</b>	<b>목표가격</b>	<b>일시</b>	<b>투자의견</b>	<b>목표가격</b>	<b>일시</b>	<b>투자의견</b>	<b>목표가격</b>
	2015.04.13	담당자변경	신재훈	2016.04.06	Buy	150,000	2017.02.03	Buy	160,000
	2015.04.20	Buy	100,000	2016.04.17	Buy	150,000	2017.03.20	Buy	160,000
	2015.04.29	Buy	100,000	2016.05.02	Buy	150,000	2017.03.28	Buy	160,000
	2015.05.15	Buy	100,000	2016.05.13	Buy	150,000	2017.04.18	Buy	160,000
	2015.05.21	Buy	100,000	2016.06.23	Buy	150,000	2017.04.19	Buy	160,000
	2015.07.08	Buy	100,000	2016.07.05	Buy	150,000	2017.05.04	Buy	160,000
	2015.07.27	Buy	130,000	2016.07.18	Buy	150,000	2017.06.01	Buy	160,000
	2015.08.05	Buy	130,000	2016.08.01	Buy	150,000	2017.06.05	Buy	160,000
	2015.08.11	Buy	130,000	2016.08.18	Buy	150,000			
	2015.08.12	Buy	130,000	2016.08.25	Buy	150,000			
	2015.09.21	Buy	130,000	2016.09.21	Buy	150,000			
	2015.10.12	Buy	130,000	2016.10.07	Buy	150,000			
	2015.10.29	Buy	130,000	2016.10.17	Buy	160,000			
	2015.11.11	Buy	130,000	2016.10.19	Buy	160,000			
	2015.11.12	Buy	130,000	2016.11.18	Buy	160,000			
	2016.01.18	Buy	130,000	2016.11.29	Buy	160,000			
	2016.02.17	Buy	150,000	2016.12.19	Buy	160,000			
	2016.03.08	Buy	150,000	2017.01.26	Buy	160,000			

삼성바이오로직스 목표주가 추이		투자의견 변동내역				
	<b>일시</b>	<b>투자의견</b>	<b>목표가격</b>	<b>일시</b>	<b>투자의견</b>	<b>목표가격</b>
	2017.06.05	담당자변경	신재훈			
	2017.06.05	Not Rated	Not Rated			

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신재훈)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+20% 이상 기대	83.4%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기준 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		Hold (보유)	-20% ~ +20% 기대	16.6%	
		Sell (매도)	-20% 이하 기대		
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	

투자의견 비율은 2016. 4. 1~ 2017. 3. 31  
당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을  
기준으로 한 투자등급별 비중임  
(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)