

셀트리온제약(068760)

셀트리온과의 시너지 효과 발휘 및 동반성장 가능할 듯

Stock Indicator

자본금	60억원
발행주식수	1,214만주
시가총액	1,845억원
52주 주가	4,350~15,750원
60일평균거래량	114,203주
60일평균거래대금	15.0억원

Point

- ▶ 바이오시밀러 시장 성장의 최대 수혜주
- ▶ 2011년 이후 셀트리온과의 시너지효과로 매출 급증
- ▶ 셀트리온과의 시너지 효과 발휘 및 동반성장 가능할 듯

FY	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2006	227	41	49	42	1,041	13.6	1.9	21.7	9.9
2007	196	21	-29	-38	-	-	1.9	-	3.8
2008	168	-37	-44	-46	-	-	0.8	-	0.9
2009E	200	16	15	11	91	167.0	1.4	1.1	순현금
2010E	660	138	135	100	824	18.4	1.3	11.1	순현금
2011E	1,290	282	278	205	1,689	8.9	1.1	16.5	순현금

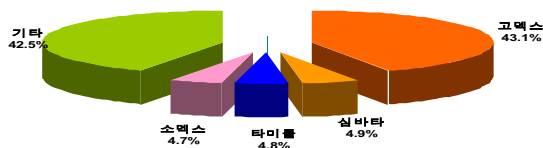
자료: 하이투자증권

■ 셀트리온의 국내 바이오시밀러 판권을 보유한 제약업체

지난 8월 5일에 정보통신 서비스업체인 코디너스가 중소제약사 한서제약을 흡수합병하여 셀트리온제약이 설립되었다. 코디너스는 지난해 10월 계약금 250억원에 셀트리온의 바이오시밀러 국내 독점판매권을 획득하였으며, 올 1월에는 셀트리온한테 경영권을 위탁하였다. 합병과정을 살펴보면, 먼저 코디너스를 통해 HS홀딩스 등이 갖고 있던 한서제약 지분 24.0%를 150억원에 취득해 경영권을 인수한 후, 셀트리온의 대주주 셀트리온헬스케어가 147억원으로 코디너스 지분 12.8%를 사들였고, 추가 장내외매수를 통해 지분을 24.9%까지 늘렸다. 그리고 코디너스가 한서제약을 흡수합병한 이후 셀트리온헬스케어가 대주주로 등극하였다.

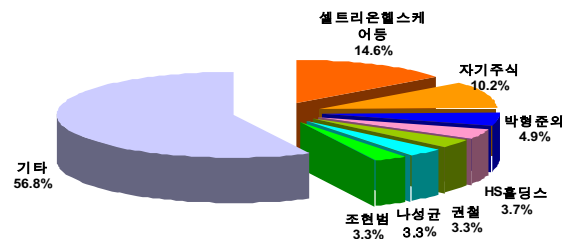
한편, 합병법인의 주주구성은 셀트리온헬스케어 등의 지분을 14.6%를 비롯하여, 자사주 10.2%, 박형준외 4.9%, HS홀딩스 3.7%, 권철 3.3%, 나성균 3.3%, 조현범 3.3%, 기타 56.8% 등으로 되어 있다.

<그림 1> 한서제약 매출구성(2009년 6월말 기준)



자료: 셀트리온제약, 하이투자증권

<그림 2> 주주구성(2009년 8월말 기준)



자료: 셀트리온제약, 하이투자증권

■ 바이오시밀러 시장 성장의 최대 수혜주

바이오시밀러는 화학물질로 만든 합성신약의 특허가 만료되면 출시되는 복제약의 일종이다. 약효가 생물학적으로 완전히 똑같이 작용할 때는 제네릭이라 하고, 약효가 같은 동물세포에서 같은 DNA로 만들더라도 단백질 구조가 조금씩 달라질 수 있는 단백질 복제약의 경우에는 바이오시밀러로 지칭한다. 즉, 바이오시밀러는 특허가 만료된 약 중 단백질 합성물과 관련한 복제약을 뜻한다.

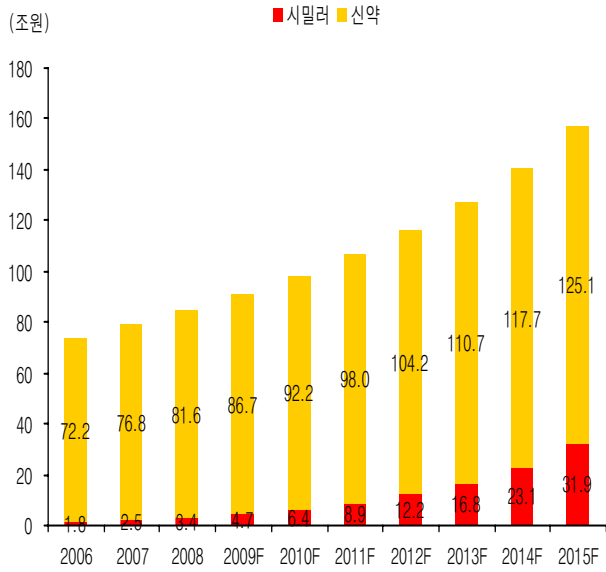
세계 바이오의약품 시장 규모는 2006년 74조원에서 2015년에는 157조원으로 성장이 예상되고, 그중 바이오시밀러의 성장률은 연 37.7%에 달할 것으로 전망된다. 바이오시밀러 전망자료에 따르면 2014년부터 급속히 성장하는데 이는 바이오 오리지널약들의 특허만료가 대부분 2012~2013년에 끝나서 이와 관련된 바이오시밀러 의약품들이 대량으로 출시되기 때문이다. 2012년부터 향후 10년 이내 특허가 만료되는 의약품만 10종류, 이에 따라 2015년에는 바이오시밀러 시장이 대략 32조원에 이를 것으로 전망된다. 이와 같은 추세를 고려할때는 국내 바이오의약품 시장도 전체 의약품 시장에서 차지하는 비중이 2014년부터 급속히 증가할 것으로 예상된다.

향후 바이오시밀러 시장이 형성되면 제품 가격은 싸지겠지만 그만큼 많은 사람들이 사용하면서 시장규모는 기하급수적으로 커질 가능성이 높으며, 전세계적으로 정부의 의료보험 재정부담 증가 및 환자의 의료비 부담 경감정책의 대두로 바이오시밀러 가이드라인 확립이 점차적으로 가시화되면서 바이오시밀러 시장 형성을 촉진할 것이다.

지난 7월에 식품의약품안전청은 유럽에 이어 세계 두 번째로 바이오시밀러 허가제도를 도입했다. 바이오시밀러 허가시 고려사항으로는 기존의 제네릭의 개념과 허가제도를 직접 적용할 수는 없으며 품질, 비임상/임상적 비교동등성 자료 제출이 필요하다. 신약과 비교했을 경우, 신약은 품질, 비임상, 임상 전 부분에서 전체자료가 필요하지만 바이오시밀러는 품질(전체자료+비교자료), 비임상(일부자료+비교자료), 임상(일부자료+비교자료) 등의 자료가 요구된다. 구체적으로 신약은 전체자료를 제출하고 적응증별 임상시험으로 평균 5년의 임상시험 소요기간을 거치는데 바이오시밀러는 품질이 동등하다는 전제하에 일부자료만을 제출하고 대조약의 적응증 외삽으로 임상시험 소요기간도 평균 2~4년이면 충분할 수 있다.

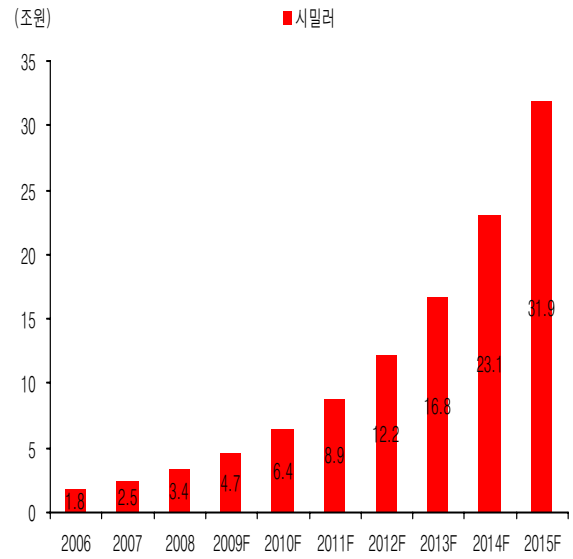
한편, 지난 7월 지식경제부는 경기 부양과 성장 잠재력 확충을 위해 실시하는 신성장 동력 스마트프로젝트 바이오시밀러 주관 기업으로 삼성전자, LG생명과학, 셀트리온, 한올제약 등을 선정하였다. 이처럼 국내에서는 셀트리온이 바이오시밀러 분야에서 선두 위치에 있기 때문에 바이오시밀러 관련 의약품 출시시 바이오 의약품 시장을 선점하는 효과가 있을 것이고 더 나아가서 셀트리온의 바이오시밀러 의약품 국내 유통을 담당하고 있는 동사의 경우 이런 바이오시밀러 시장 성장과 더불어 국내시장 선점에 따른 매출증가 효과가 두드러질 것이다.

<그림 3> 바이오 신약과 시밀러 시장 전망



자료: Datamonitor, 셀트리온제약, 하이투자증권

<그림 4> 바이오시밀러 시장 전망



자료: Datamonitor, 셀트리온제약, 하이투자증권

<표 1> 주요 블록버스터 바이오의약품 특허만료현황

구분	성분명	개발사	적응증	세계시장규모 (2007년 기준, 단위: 억달러)	특허만료
엔브렐	에타너셉트	암젠	류마티스관절염 등	50	2012년
에포젠	에포에틴알파	암젠	빈혈	53	2013년
레미케이드	인플릭시맙	존슨앤존슨	류마티스관절염 등	44	2013년
아보넥스	인터페론베타-1a	바이오젠아이덱	다발성경화증	18	2013년
레비프	인터페론베타-1a	세로노	다발성경화증	16	2013년
휴마로그	인슐리리스프로	릴리	당뇨병	14	2013년
뉴포젠	필그라스티م	암젠	호중구감소증	12	2013년
세레자임	이미글루세라제	젠자임	고셔병	11	2013년
리톡산	리톡시맙	제넨텍	비호지킨림프종 등	45	2015년
뉴라스타	페그필그라스티م	암젠	백혈구 개선 촉진	30	2015년
란투스	인슈린글라진	사노피아벤티스	당뇨병	27	2015년
휴미라	아달리우맙	애보트	류마티스관절염 등	30	2016년
허셉틴	트라스투주맙	제넨텍	유방암	40	2019년
아바스틴	베바시주맙	제넨텍	대장암 등	34	2019년
루센티스	라니비주맙	노바티스	황반변성	12	2019년

자료: 식약청, 셀트리온제약, 하이투자증권

■ 2011년 이후 셀트리온과의 시너지효과로 매출 급증

셀트리온은 현재 세계 시장규모 1조원 이상인 9개 오리지널 제품에 대한 바이오시밀러를 개발 중이며, 이 중 우선적으로 유방암 치료제(허셉틴)·류머티즘성 관절염 치료제(레미케이드) 등 두 제품을 2011년에 출시하고, 대장암 치료제(어비투스)는 2012년, 비호치킨림프종(리톡산)·류마티스관절염(엔브렐)·소아호흡기감염치료제(시나기스) 등 세 제품을 2013년에 출시할 계획이다. 임상통과여부에 따라 출시시기가 다소 변경될 수 있으나 복제 약이기 때문에 승인만 받으면 임상 1·3상의 동시 진행이 가능해 제품 개발 속도가 빨라질 것이다. 동사는 이 제품들의 국내 판매를 포함한 유통을 담당하므로 바이오시밀러 의약품 출시 시기와 맞물려서 동사의 매출이 2011년 이후 급증할 것으로 전망된다.

또한 셀트리온은 국내 대형종합병원과 함께 전임상 등을 진행하고 있어서 그만큼 동사의 영업망이 확대될 수 있는 기회가 많아진다. 따라서 기존에 거의 없었던 동사 의약품에 대한 대형종합병원 매출이 발생할 수 있는 기반이 구축되어, 내년부터는 기존 출시 의약품에 대한 매출증가가 예상된다.

셀트리온은 개발 중인 바이오시밀러 의약품들을 2011년부터 세계 시장 출시 및 판매를 위해 14개 지역으로 나눠 각 지역별로 현지에 판매망을 확보하고 있는 상위권 제약사에게 판권을 부여하는 방식으로 판매망 구축을 추진하고 있다. 이 중 총 10개 지역의 판권 계약을 완료하였다. 따라서 동사는 셀트리온의 해외 판매망을 통해 개량신약 등을 수출할 수 있는 길이 열렸다.

이런 셀트리온과의 시너지효과를 통해 동사의 기존 출시 의약품뿐만 아니라 개량신약의 영업망 확대로 국내와 해외 매출 성장의 기반이 형성되었고, 바이오시밀러 의약품 국내 유통 담당으로 인하여 매출이 급증할 것으로 예상된다. 국내와 해외 영업망을 확대하는데 기존 셀트리온의 판매망을 활용하기 때문에 그만큼 마케팅 비용의 비중이 매출증가대비 축소될 수 있어서 수익성에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

〈표 2〉 셀트리온제약의 바이오시밀러 주요 현황

오리지널 제품명	질환군	론칭시기
허셉틴	유방암치료제	2011년
레미케이드	류마티스관절염	2011년
어비투스	대장암치료제	2012년
리톡산	비호치킨림프종	2013년
엔브렐	류마티스관절염	2013년
시나기스	소아호흡기감염치료제	2013년

자료: 셀트리온제약, 하이투자증권

■ 2010년부터 높은 매출 성장세 지속될 듯

동사는 지난 8월 5일을 기점으로 합병하였기 때문에 본격적인 매출성장은 2010년부터 시작될 것이다. 2010년에는 대형종합병원과 해외매출 증가로 전년대비 78.3% 증가한 660억원을 기록할 것으로 예상되며 매출액대비 마케팅비용 비중 감소로 수익성이 빠르게 회복될 것으로 추정된다. 2011년부터는 국내외 신규거래처 증가와 바이오시밀러 매출이 시작되어 전년대비 95.4% 증가한 1,290억원을 기록할 것으로 예상되며 마케팅비용 절감으로 높은 수익성 유지도 가능할 것으로 추정된다. 또한 2012년 이후부터는 기존 제품 매출 성장과 더불어 바이오시밀러 관련 매출이 급증할 것으로 예상되어 동사의 성장성은 지속될 것으로 전망된다.

〈표 3〉 셀트리온제약 실적추정

(단위:억원)

구분	2009(E)	2010(E)	2011(E)
매출액	370	660	1290
고덱스	180	220	300
아시트	20	30	60
소맥스	30	40	80
타미폴	20	40	60
제너릭	120	190	300
해외		140	240
바이오시밀러			250
영업이익	66	138	282
순이익	51	100	205

자료: 하이투자증권

■ 셀트리온과의 시너지 효과 발휘 및 동반성장 가능할 듯

바이오 오리지널약들의 특허만료와 전세계적으로 정부의 의료보험 재정부담 증가 및 환자의 의료비 부담 경감정책의 대두로 향후 바이오시밀러 시장은 빠르게 성장할 것이다. 이런 성장하에서 셀트리온의 경우 바이오시밀러 분야에서 국내 선두 위치에 있기 때문에 바이오시밀러 관련 제품 출시시 바이오 의약품 시장을 선점하는 효과가 있을 것이고 더 나아가서 국내 유통을 담당하고 있는 동사의 경우는 이런 바이오시밀러 시장 성장과 더불어 국내시장 선점에 따른 매출증가 효과가 두드러질 것이다. 2011년부터 셀트리온의 바이오시밀러 의약품들이 본격적으로 출시되므로 셀트리온과 동사는 동반성장이 가능할 것으로 예상된다.

2010년부터는 셀트리온과의 시너지효과가 본격적으로 발휘되기 시작하여 국내 대형병원과 해외 영업망이 확대되어 안정적인 매출성장이 가능할 것이다. 또한 기존 셀트리온의 판매망을 활용하기 때문에 그만큼 마케팅 비용의 비중이 매출증가대비 축소될 수 있어서 수익성에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

동사는 현재 2011년 예상 PER 8.9배에 거래되고 있다. 셀트리온과의 시너지효과 발휘로 안정적인 성장과 수익성을 획득할 수 있으며, 2011년 이후 본격적인 바이오시밀러의 높은 매출 성장성을 고려할때는 향후 양호한 주가흐름이 예상된다.