



▲ 제약/바이오  
Analyst 이태영  
02-6098-6658  
taeyoung.lee@meritz.co.kr

# 셀트리온 068270

## 화이자, J&J 에 소송제기

- ✓ 독점금지법 및 BPCIA 위반 주장하며 소송제기
- ✓ J&J 이 보험사들과의 계약 과정에서 부적절하게 바이오시밀러를 배제했다는 주장
- ✓ 화이자의 굳건한 시장 확대 의지 확인
- ✓ 과도한 의료비 개선 위한 미국 정부의 의지 역시 확고
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 172,000 원 상향

### Buy

적정주가 (12개월)	172,000 원
현재주가 (9.20)	146,700 원
상승여력	17.2%
KOSDAQ	2,412.20pt
시가총액	179,906억원
발행주식수	12,264만주
유동주식비율	61.57%
외국인비중	26.01%
52주 최고/최저가	146,700원/88,100원
평균거래대금	983.2억원
주요주주(%)	
셀트리온홀딩스 외 45 인	22.64
Ion Investments B.V.	14.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.0	60.3	40.2
상대주가	29.1	46.2	41.6

#### 주가그래프



### 화이자, J&J에 소송제기

화이자는 J&J 이 바이오시밀러를 '부적절하게(inappropriately)' 배제함으로써 Remicade 의 독점적 지위를 유지하기 위해 반 경쟁적 전술(ex. 배타적 계약)을 사용하였으며, 이는 연방독점금지법과 바이오의약품가격경쟁및혁신법(BPCIA)을 위반하는 행위라고 주장하며 소송을 제기했다.

소송을 통해 화이자는 애초에 미국 사보험사들이 Inflectra 와 Remicade 를 동일하게 구분하고 있었음을 주장했다. 그런데 J&J 이 보험사들에게 '바이오시밀러 배제 계약(biosimilar-exclusion contracts)'을 하지 않을 경우 '상당한 수준의 리베이트를 중단(withhold significant rebates)'하겠다고 위협했기 때문에 기존의 방향을 선회했다는 것이다. 뿐만 아니라 J&J 가 바이오시밀러를 구매하지 않는 것을 조건으로 하여 Remicade 를 할인해주는 계약을 체결했으며, 그 결과 바이오시밀러를 사용하고자 하는 의사나 환자들의 접근 자체가 차단되었다고 밝혔다. 이에 대해 화이자의 부사장인 Douglas Lankler 는 "J&J 의 이러한 행위는 BPCIA 와 독점금지법의 정신을 훼손하고 있다."고 말했다.

### 화이자의 굳건한 시장 확대 의지 확인

화이자 또한 다수의 바이오의약품을 판매하고 있으며 향후 특허 만료에 따른 바이오시밀러의 진입 위험에 동일하게 노출되어있다. 그럼에도 J&J 의 시장 방어 전략에 대해 적극적으로 대응하고 있다는 점은 굳건한 바이오시밀러 시장 확대 의지를 보여주는 행동이라 판단한다.

또한 트럼프와 FDA 신임 국장은 당선 이후 지속적으로 특허 만료 의약품의 경쟁 확대를 통해 과도한 의료비를 개선하겠다는 의지를 밝히고 있다. 이는 상기 소송 및 향후 보험사들의 선택에 영향을 미치지 않을 수 없다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 172,000 원 상향

투자의견 Buy 를 유지하고 적정주가를 172,000 원으로 상향한다. 적정주가는 안정적인 미국 내 판매량 확대에 따라 예상되는 '18년 EPS 5,489 원에 국내 상위제약사 평균 Fwd 12m PER 인 31.4 배를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	603.4	259.0	154.1	1,321	32.0	8,200	62.6	9.8	30.1	10.5	51.8
2016	670.6	249.7	178.0	1,476	11.7	9,845	73.8	10.9	38.6	9.5	37.4
2017E	916.1	484.7	377.6	3,053	106.9	12,382	29.7	7.4	19.2	17.0	25.4
2018E	1,395.6	836.2	672.0	5,434	78.0	17,399	16.7	5.3	11.7	24.6	19.8
2019E	1,991.1	1,187.9	967.3	7,822	43.9	24,410	11.6	3.8	8.0	27.2	15.8

표1 WAC 기준 미국 Infliximab 시장 추이

(WAC 기준, 백만달러)	'16.11	'16.12	'17.01	'17.02	'17.03	'17.04	'17.05	'17.06	'17.07	'17.08
<b>US Infliximab Market</b>	<b>646.61</b>	<b>665.10</b>	<b>655.17</b>	<b>612.95</b>	<b>832.97</b>	<b>598.63</b>	<b>718.33</b>	<b>728.79</b>	<b>629.51</b>	<b>704.98</b>
Remicade(J&J)	646.58	664.54	654.47	611.37	828.54	593.74	710.47	720.19	620.06	692.97
YoY(%)	17.6	0.6	24.1	11.7	18.2	3.7	15.2	4.6	9.1	3.9
MoM(%)	5.4	2.8	-1.5	-6.6	35.5	-28.3	19.7	1.4	-13.9	11.8
Share(%)	100.0	99.9	99.9	99.7	99.5	99.2	98.9	98.8	98.5	98.3
Inflectra(Pfizer)	0.03	0.56	0.70	1.58	4.43	4.89	7.86	8.60	9.45	12.01
MoM(%)		1585.7	25.9	125.3	179.9	10.3	60.6	9.5	9.8	27.1
Share(%)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.8	1.1	1.2	1.5	1.7
누적 판매량	0.0	0.6	1.3	2.9	7.3	12.2	20.1	28.7	38.1	50.1

주: Monthly Integrated Data, 8월은 Monthly Institutional Data

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

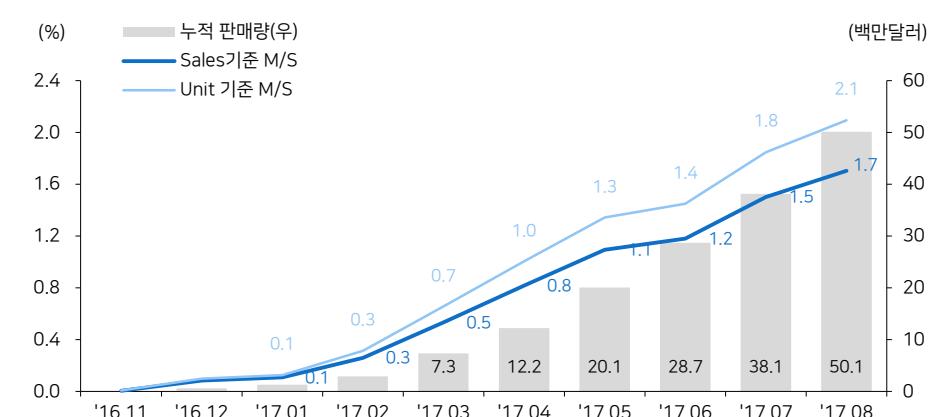
표2 Unit 기준 미국 Infliximab 시장 추이

(Unit 기준, 천Unit)	'16.11	'16.12	'17.01	'17.02	'17.03	'17.04	'17.05	'17.06	'17.07	'17.08
<b>US Infliximab Market</b>	<b>582.53</b>	<b>599.54</b>	<b>589.69</b>	<b>536.22</b>	<b>715.57</b>	<b>515.50</b>	<b>618.28</b>	<b>627.27</b>	<b>540.94</b>	<b>606.08</b>
Remicade(J&J)	582.50	598.95	588.95	534.55	710.88	510.33	609.97	618.18	530.95	593.39
YoY(%)	7.7	-7.7	13.6	-0.5	6.5	-4.8	5.6	-4.1	-0.3	-5.1
MoM(%)	5.3	2.8	-1.7	-9.2	33.0	-28.2	19.5	1.3	-14.1	11.8
Share(%)	100.0	99.9	99.9	99.7	99.3	99.0	98.7	98.6	98.2	97.9
Inflectra(Pfizer)	0.04	0.59	0.74	1.67	4.69	5.17	8.30	9.09	9.99	12.69
MoM(%)		1585.7	25.9	125.3	180.2	10.3	60.6	9.4	9.9	27.1
Share(%)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.7	1.0	1.3	1.4	1.8	2.1

주: Monthly Integrated Data, 8월은 Monthly Institutional Data

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 Inflectra 미국 판매량 추이



주: Monthly Integrated Data, 8월은 Monthly Institutional Data

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 셀트리온 (068270)

## Income Statement

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

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>77.6</b>	<b>250.9</b>	<b>684.6</b>	<b>306.0</b>	<b>981.9</b>
당기순이익(순실)	158.3	180.5	373.8	665.3	957.6
유형자산상각비	31.7	39.9	40.3	42.4	53.0
무형자산상각비	50.5	48.7	64.7	81.8	90.2
운전자본의 증감	-253.9	-73.6	173.4	-487.4	-110.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-166.9</b>	<b>-162.5</b>	<b>-177.3</b>	<b>-270.6</b>	<b>-340.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-50.6	-14.2	-87.6	-114.9	-148.9
투자자산의감소(증가)	-17.0	2.1	-2.8	-20.0	-9.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>130.4</b>	<b>28.7</b>	<b>-240.5</b>	<b>-158.6</b>	<b>-54.4</b>
차입금의 증감	-719.6	-1,324.7	-1,972.6	-1,461.0	-440.0
자본의 증가	292.1	103.1	5.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.2	118.5	262.6	-123.1	587.4
기초현금	108.8	149.9	268.4	531.0	407.9
기말현금	149.9	268.4	531.0	407.9	995.3

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>1,096.8</b>	<b>1,254.1</b>	<b>1,350.8</b>	<b>1,851.3</b>	<b>2,617.1</b>
현금및현금성자산	149.9	268.4	531.0	407.9	995.3
매출채권	662.2	758.3	555.7	866.6	964.9
재고자산	233.8	184.8	215.9	495.2	558.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,651.4</b>	<b>1,767.9</b>	<b>1,833.5</b>	<b>1,988.1</b>	<b>2,203.1</b>
유형자산	897.6	867.9	911.9	984.4	1,080.3
무형자산	697.8	848.3	882.1	939.9	1,048.8
투자자산	23.4	21.9	24.8	45.4	55.6
<b>자산총계</b>	<b>2,748.2</b>	<b>3,021.9</b>	<b>3,184.2</b>	<b>3,839.4</b>	<b>4,820.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>665.8</b>	<b>610.3</b>	<b>426.6</b>	<b>458.1</b>	<b>523.2</b>
매입채무	5.1	21.2	24.0	43.9	53.8
단기차입금	324.7	344.0	265.3	119.2	109.2
유동성장기부채	200.2	127.0	3.8	49.9	60.1
<b>비유동부채</b>	<b>272.6</b>	<b>212.7</b>	<b>218.0</b>	<b>176.4</b>	<b>134.4</b>
사채	113.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	157.6	208.0	212.6	166.5	122.3
<b>부채총계</b>	<b>938.4</b>	<b>823.0</b>	<b>644.6</b>	<b>634.5</b>	<b>657.6</b>
자본금	112.4	116.6	122.4	122.4	122.4
자본잉여금	648.6	747.6	747.6	747.6	747.6
기타포괄이익누계액	8.5	6.5	7.9	7.9	7.9
이익잉여금	994.0	1,168.7	1,540.4	2,212.5	3,179.7
비지배주주지분	115.6	145.3	141.6	134.9	125.3
<b>자본총계</b>	<b>1,809.8</b>	<b>2,199.0</b>	<b>2,539.6</b>	<b>3,204.9</b>	<b>4,162.6</b>

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,035	5,484	7,483	11,400	16,264
EPS(지배주주)	1,321	1,476	3,053	5,434	7,822
CFPS	2,939	3,023	4,790	7,789	10,814
EBITDAPS	2,847	2,767	4,817	7,844	10,873
BPS	8,200	9,845	12,382	17,399	24,410
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	62.6	73.8	29.7	16.7	11.6
PCR	27.4	35.5	19.1	11.8	8.5
PSR	16.0	19.6	12.3	8.0	5.6
PBR	9.8	10.9	7.4	5.3	3.8
EBITDA	341.1	338.4	589.7	960.4	1,331.1
EV/EBITDA	30.1	38.6	19.2	11.7	8.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.5	9.5	17.0	24.6	27.2
EBITDA 이익률	56.5	50.5	64.4	68.8	66.9
부채비율	51.8	37.4	25.4	19.8	15.8
금융비용부담률	4.9	2.1	2.0	0.9	0.5
이자보상배율(X)	8.7	17.7	26.7	67.2	114.4
매출채권회전율(X)	1.2	0.9	1.4	2.0	2.2
재고자산회전율(X)	2.6	3.2	4.6	3.9	3.8

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이태영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

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

**셀트리온 (068270) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.11.09	산업분석	Buy	150,000	이태영	-29.9	-34.5	225,000	셀트리온 적정주가
2017.01.24	산업브리프	Buy	150,000	이태영	-31.5	-38.4	150,000	
2017.04.24	산업브리프	Buy	150,000	이태영	-32.0	-38.4	75,000	
2017.06.01	산업분석	Buy	150,000	이태영	-30.2	-38.4	0	
2017.07.27	산업분석	Buy	150,000	이태영	-28.4	-38.4	15.9 16.3 16.9 17.3 17.9	
2017.09.21	기업브리프	Buy	172,000	이태영	-	-		