

# 셀트리온

**BUY(유지)**

068270 기업분석 | 제약

목표주가(유지)	340,000원	현재주가(08/08)	276,000원	Up/Downside	+23.2%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 09

## 실적은 하반기로 갈수록 개선 기대

### News

**일회성 비용 증가, 실적은 컨센서스 하회:** 연결기준 2Q18 매출액 2,634억원(+7.0%YoY), 영업이익 1,082억원(-21.8%YoY)으로 컨센서스를 하회하는 실적을 달성했다. 유럽 출시 이후 판매 호조를 보인 트룩시마의 영향으로 매출액은 증가했으나, Form 483에 대응하기 위한 cGMP 컨설팅 비용, 인플루엔자 항체 치료제 CT-P27 임상 비용, 트룩시마와 허쥬마의 특허소송 비용, 기업 광고 선전비 증가의 영향으로 영업이익률이 41.1%(-15.1%pYoY)로 하락했다. 거래구조 단순화를 위해 일회성으로 셀트리온제약의 국내판권을 셀트리온헬스케어로부터 218억원에 회수하면서 당기순이익은 830억원(-28.0%YoY)을 기록했다.

### Comment

**램시마 경쟁 심화 우려 있으나 트룩시마와 허쥬마 연말 미국 출시 기대:** 레미케이드 시장의 경쟁심화 영향으로 상반기 램시마 공급단가 인하 영향이 있었다. 하반기에는 이익률이 높은 트룩시마와 허쥬마를 중심으로 공급계약을 할 계획이기 때문에 하반기 영업이익률을 회복하면서 연간 영업이익률은 50%를 소폭 하회하는 수준을 유지할 것으로 전망한다. 7/17일 FDA 재실험 완료 후 Form 483을 추가로 수령했으나 기준 Warning Letter와 다른 보완사항을 포함하고 있다. 재심사 결과를 바탕으로 주요 보완사항(Official Action Indicated)는 상당부분 해소되었으며, 금번 심사 내용은 VAI(Voluntary Action Indicated) 수준의 주요하지 않은 보완사항인 것으로 추정된다. 4Q18 트룩시마와 허쥬마의 미국 승인 계획에는 큰 변화가 없을 것으로 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		101,973/373,500원		
<b>매출액</b>	671	949	1,139	1,481	2,073	KOSDAQ /KOSPI		784/2,301pt		
(증가율)	11.1	41.5	20.0	30.0	40.0	시가총액		346,093억원		
<b>영업이익</b>	250	522	568	823	1,201	60일-평균거래량		785,218		
(증가율)	-3.6	109.1	8.8	44.8	45.9	외국인지분율		22.4%		
<b>자배주주순이익</b>	178	399	476	661	979	60일-외국인지분율변동추이		+0.4%p		
<b>EPS</b>	1,427	3,195	3,801	5,286	7,825	<b>주요주주</b>	셀트리온홀딩스 외 54 인	22.9%		
<b>PER (H/L)</b>	84.5/55.2	70.6/26.8	72.6	52.2	35.3	(천원)	셀트리온(좌)			
<b>PBR (H/L)</b>	7.3/4.8	11.6/4.4	11.9	9.7	7.6	500	KOSPI지수대비(우)			
<b>EV/EBITDA (H/L)</b>	41.7/31.3	44.0/16.8	51.6	37.2	26.1	0	500	(pt)		
<b>영업이익률</b>	37.2	55.0	49.9	55.6	57.9	0	17/08 17/11 18/03 18/06	0		
<b>ROE</b>	9.5	17.8	17.9	20.5	24.2	주가상승률	1M	3M	12M	
						절대기준	-4.7	16.9	157.3	
						상대기준	-5.8	24.5	167.7	

### ▣ Action

**목표가 대비 상승여력 존재, 투자의견 Buy 유지:** 2Q18 일회성 비용 영향으로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했으나 4Q18 트룩시마와 허쥬마의 미국 승인 기대감과 함께 CT-P27의 2b 임상 종료, 휴미라 바이오시밀러 CT-P17의 임상 1/3상 개시가 예정되어 있다. 기존 제품의 매출액이 지속적으로 증가하고 있고, 신제품 출시가 예정대로 이어질 경우 실적 개선이 충분히 가능한 상황이다. 램시마의 공급단가 인하가 본격적인 바이오시밀러 경쟁의 서막을 알리고 있으나 가장 큰 시장인 미국에서 아직 정책적으로 바이오시밀러간의 경쟁을 부추기는 상황까지는 아니기 때문에 18년 실적 추정치 변경하지 않고, 목표주가와 투자의견 역시 유지한다.

도표 1. 셀트리온 2Q18 실적 Review

(단위: 십억원 %)

	2Q18P	2Q17	%YoY	1Q18	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	263.4	246.1	7.0	245.0	7.5	288.5	-8.7
영업이익	108.2	138.3	-21.8	116.5	-7.1	150.3	-28.0
당기순이익	83.0	115.2	-28.0	83.2	-0.2	115.0	-27.8

자료: 셀트리온, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,254</b>	<b>1,615</b>	<b>2,180</b>	<b>2,943</b>	<b>4,018</b>
현금및현금성자산	268	419	664	1,056	1,474
매출채권및기타채권	761	831	1,037	1,347	1,886
재고자산	185	201	317	379	501
<b>비유동자산</b>	<b>1,768</b>	<b>1,844</b>	<b>1,762</b>	<b>1,689</b>	<b>1,629</b>
유형자산	868	844	827	815	811
무형자산	848	952	887	827	771
투자자산	22	33	33	33	33
<b>자산총계</b>	<b>3,022</b>	<b>3,459</b>	<b>3,942</b>	<b>4,633</b>	<b>5,647</b>
<b>유동부채</b>	<b>610</b>	<b>617</b>	<b>621</b>	<b>647</b>	<b>680</b>
매입채무및기타채무	79	104	112	139	171
단기应付금및당기차손	344	323	323	323	323
유동성장기부채	127	94	94	94	94
<b>비유동부채</b>	<b>213</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>
사채및장기차입금	208	224	224	224	224
<b>부채총계</b>	<b>823</b>	<b>887</b>	<b>891</b>	<b>918</b>	<b>950</b>
자본금	117	123	128	130	133
자본잉여금	748	761	761	761	761
이익잉여금	1,169	1,562	2,035	2,694	3,671
비자매주주지분	145	147	149	151	154
<b>자본총계</b>	<b>2,199</b>	<b>2,572</b>	<b>3,051</b>	<b>3,715</b>	<b>4,697</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>251</b>	<b>517</b>	<b>268</b>	<b>419</b>	<b>447</b>
당기순이익	180	401	477	664	982
현금유동이 없는 비용 및 수익	189	225	192	255	309
유형 및 무형자산상각비	89	104	102	97	93
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-74</b>	<b>-70</b>	<b>-317</b>	<b>-344</b>	<b>-625</b>
매출채권및기타채권의감소	-96	-68	-206	-310	-538
재고자산의감소	5	-53	-117	-62	-122
매입채무및기타채무의증가	16	0	8	27	32
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-162</b>	<b>-264</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>
CAPEX	-14	-21	-21	-24	-33
투자자산의순증	2	-9	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>-96</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
사채 및 차입금의 증가	-132	-38	0	0	0
자본금 및 자본잉여금의증가	100	13	2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-5	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>244</b>	<b>393</b>	<b>417</b>
기초현금	150	268	419	664	1,056
기말현금	268	419	664	1,056	1,474

자료: 셀트리온, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>671</b>	<b>949</b>	<b>1,139</b>	<b>1,481</b>	<b>2,073</b>
매출원가	274	262	410	489	659
<b>매출총이익</b>	<b>397</b>	<b>687</b>	<b>729</b>	<b>992</b>	<b>1,414</b>
판관비	147	165	161	169	213
<b>영업이익</b>	<b>250</b>	<b>522</b>	<b>568</b>	<b>823</b>	<b>1,201</b>
EBITDA	338	626	670	920	1,293
<b>영업외손익</b>	<b>-20</b>	<b>-16</b>	<b>-7</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>
금융순익	-10	-17	-5	-1	3
투자순익	1	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-2	-2	-2	-2
<b>세전이익</b>	<b>229</b>	<b>506</b>	<b>561</b>	<b>820</b>	<b>1,202</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>180</b>	<b>401</b>	<b>477</b>	<b>664</b>	<b>982</b>
자비주주지분순이익	178	399	476	661	979
비자매주주지분순이익	2	1	2	2	3
<b>총포괄이익</b>	<b>178</b>	<b>403</b>	<b>477</b>	<b>664</b>	<b>982</b>
증감률(%YoY)					
매출액	11.1	41.5	20.0	30.0	40.0
영업이익	-3.6	109.1	8.8	44.8	45.9
EPS	13.2	123.9	19.0	39.1	48.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,427	3,195	3,801	5,286	7,825
BPS	16,447	19,380	23,200	28,487	36,312
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	73.8	69.2	72.6	52.2	35.3
P/B	6.4	11.4	11.9	9.7	7.6
EV/EBITDA	38.6	43.7	51.6	37.2	26.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	37.2	55.0	49.9	55.6	57.9
EBITDA마진	50.5	65.9	58.9	62.1	62.4
순이익률	26.9	42.2	41.9	44.8	47.4
ROE	9.5	17.8	17.9	20.5	24.2
ROA	6.3	12.4	12.9	15.5	19.1
ROIC	7.9	15.8	17.3	21.9	28.4
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	37.4	34.5	29.2	24.7	20.2
이자보상배율(배)	17.7	39.9	44.8	64.8	94.6
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 셀트리온, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
16/09/07	Buy	135,000	-21.2	-	-	-	-
17/09/07	1년경과	14.3	49.3	-	-	-	-
17/10/24	Buy	220,000	22.1	73.1	-	-	-
18/04/30	Buy	340,000	-	-	-	-	-

주: \*표는 담당자 변경

## 셀트리온 현주가 및 목표주가 차트

