

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 허주마의 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 허주마 연말 미국 출시 기대: 레미케이드 시장의 경쟁심화 영향으로 상반기 램시마 공급단가 인하 영향이 있었다. 하반기에는 이익률이 높은 트룩시마와 허주마를 중심으로 공급계약을 할 계획이기 때문에 하반기 영업이익률을 회복하면서 연간 영업이익률은 50%를 소폭 하회하는 수준을 유지할 것으로 전망한다. 7/17일 FDA 재심사 완료 후 Form 483을 추가로 수령했으나 기존 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 허주마의 미국 승인 계획에는 큰 변화가 없을 것으로 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	671	949	1,139	1,481	2,073
(증가율)	11.1	41.5	20.0	30.0	40.0
영업이익	250	522	568	823	1,201
(증가율)	-3.6	109.1	8.8	44.8	45.9
지배주주순이익	178	399	476	661	979
EPS	1,427	3,195	3,801	5,286	7,825
PER (H/L)	84.5/55.2	70.6/26.8	72.6	52.2	35.3
PBR (H/L)	7.3/4.8	11.6/4.4	11.9	9.7	7.6
EV/EBITDA (H/L)	41.7/31.3	44.0/16.8	51.6	37.2	26.1
영업이익률	37.2	55.0	49.9	55.6	57.9
ROE	9.5	17.8	17.9	20.5	24.2

Stock Data

52주 최저/최고	101,973/373,500원
KOSDAQ /KOSPI	784/2,301pt
시가총액	346,093억원
60일-평균거래량	785,218
외국인지분율	22.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	셀트리온홀딩스 외 54인 22.9%



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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	251	517	268	419	447
당기순이익	180	401	477	664	982
현금유출이없는비용및수익	189	225	192	255	309
유형및무형자산상각비	89	104	102	97	93
영업관련자산부채변동	-74	-70	-317	-344	-625
매출채권및기타채권의감소	-96	-68	-206	-310	-538
재고자산의감소	5	-53	-117	-62	-122
매입채무및기타채무의증가	16	0	8	27	32
투자활동현금흐름	-162	-264	-13	-13	-17
CAPEX	-14	-21	-21	-24	-33
투자자산의순증	2	-9	0	0	0
재무활동현금흐름	29	-96	-10	-13	-13
사채및차입금의 증가	-132	-38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	100	13	2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-5	0	0	0
현금의증가	118	151	244	393	417
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
매출액	671	949	1,139	1,481	2,073
매출원가	274	262	410	489	659
매출총이익	397	687	729	992	1,414
판매비	147	165	161	169	213
영업이익	250	522	568	823	1,201
EBITDA	338	626	670	920	1,293
영업외손익	-20	-16	-7	-3	1
금융손익	-10	-17	-5	-1	3
투자손익	1	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-2	-2	-2	-2
세전이익	229	506	561	820	1,202
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	180	401	477	664	982
지배주주지분순이익	178	399	476	661	979
비지배주주지분순이익	2	1	2	2	3
총포괄이익	178	403	477	664	982
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 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
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
Multiple(배)					
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
수익성(%)					
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
안정성및기타					
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

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

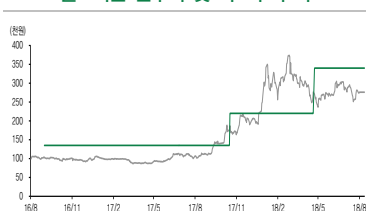
가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

셀트리온 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/09/07	Buy	135,000	-21.2 -9.1				
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 답당자 변경