

셀트리온 (068270)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	340,000원 (I)
현재주가 (9/5)	274,500원
상승여력	24%

시가총액	344,212억원
총발행주식수	125,395,903주
60일 평균 거래대금	2,073억원
60일 평균 거래량	740,182주
52주 고	373,500원
52주 저	110,014원
외인지분율	22.18%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 53인 22.86%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.1)	2.8	149.5
상대	(2.3)	10.1	153.3
절대(달러환산)	(1.0)	(1.3)	153.1

미국시장, 변수이자 성공의 핵심

바이오시밀러의 유럽시장 선점

유럽 지역에서의 램시마(레미케이드 바이오시밀러, 자가면역질환 치료제) 시장점유율(M/S)은 출시 이후 꾸준히 증가하여 1Q18 기준 53%(EU 5개국 기준)를 장악하고 있다. 2018년 유럽 시장 점유율은 최고 수준에 달할 것으로 예상된다. 추가적으로 램시마보다 이익률이 높은 트룩시마(리룩산 바이오시밀러, 혈액암 치료제)의 매출이 증가하기 시작하면서 영업이익률은 개선될 가능성이 있다고 판단된다. 트룩시마는 2017년 4월 유럽에서 출시된 이후 램시마보다 빠른 시장 침투 속도를 보이고 있다(1Q18 기준 25%). 연말에는 허주마(하셉틴 바이오시밀러, 유방암 치료제), 트룩시마의 미국 FDA허가를 앞두고 있어 성장 모멘텀이 남아있다.

미국 시장에서의 성장 가능성을 판단해야 하는 시점

변수는 미국 시장 확장 가능성이다. 인플렉트라(램시마의 미국 제품명)의 경우 6월 말 기준 미국 M/S는 8.1%로 예측되며, 미국 내 다양한 변화(사보형사 공략, 바이오시밀러에 대한 인식개선, 의약품별 개별 환급코드 부여, 트럼프의 약가인하 선언 등)에 따라 연말까지 15~20% M/S를 목표로 하고 있다. BAP(바이오시밀러 시장강화정책) 및 약가인하 정책은 기존 바이오시밀러 제품의 매출 신장으로 이어질 가능성이 있으며, 새로운 바이오시밀러 제품의 시장진입에도 긍정적인 영향을 가지고 올 것으로 기대된다.

하반기 남은 모멘텀과 함께 성장가능한 환경

셀트리온에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원을 제시한다. 지속적인 실적 개선 및 성장 기회가 남아있다. 1) 올해는 유럽 시장에서 램시마의 높은 점유율을 기록할 것으로 보이며, 2) 이익률이 높은 트룩시마의 시장점유율 상승으로 수익성 또한 개선될 것으로 보인다. 3) 상반기 유럽에서 출시된 허주마의 매출 상승 기대감도 크다. 그 이외에도 1) 새로운 바이오시밀러(아바스틴, 휴미라)의 개발, 2) 독감 치료제 CT-P27의 임상진행, 3) 램시마 SC(피하주사)제형의 시판승인 허가신청 등 지속적인 R&D 모멘텀이 남아있는 상황이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,609	30.0	12.9	2,341	11.5
영업이익	1,252	-6.3	14.7	1,218	2.8
세전계속사업이익	1,212	-10.3	44.6	1,218	-0.5
지배순이익	956	-13.3	27.3	983	-2.8
영업이익률 (%)	48.0	-18.6 %pt	+0.8 %pt	52.0	-4.0 %pt
지배순이익률 (%)	36.6	-18.3 %pt	+4.1 %pt	42.0	-5.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	5,776	8,289	10,313	14,716
영업이익	2,527	5,174	5,073	7,149
지배순이익	2,214	4,032	3,734	5,449
PER	58.7	38.9	92.2	63.2
PBR	6.1	6.2	11.8	10.0
EV/EBITDA	37.6	25.0	55.5	41.9
ROE	11.4	17.3	13.8	17.3

자료: 유안타증권

청출어람, 바이오시밀러

유럽시장의 반을 장악한 램시마

램시마는 미국 존슨앤존슨(J&J)의 레미케이드 바이오시밀러로 자가면역질환치료제이다. 2013년 9월 유럽, 2016년 11월 미국에서 출시되었다. 램시마의 2018년 1분기 유럽 M/S 는 약 53%로 추산된다. 인플렉트라(램시마의 미국 제품명)의 경우 6월 말 기준 미국 M/S 는 8.1%로 예측되며, 미국 내 다양한 제도 변화에 따라 18년 15-20% M/S 달성도 가능할 것으로 보인다. 미국은 유럽보다 의료혜택 시스템 및 규제의 영향을 많이 받는 시장이다. 동사는 미국시장 침투를 위해 1) 미국의 사보험사(55%)가 닿지 않는 시장 공략, 2) 오리지널사인 J&J 와 독점 계약이 끝나는 사보험사와의 컨택, 3) 정부관계자 등을 대상으로 한 교육으로 바이오시밀러에 대한 인식 개선 등의 노력을 기울이고 있다.

2019년 하반기 피하주사제형(SC 제형) 출시로 시장 점유율 고착화 또는 추가 성장도 기대해 볼 수 있는 상황이다. SC 제형은 개량형 바이오시밀러로 시장의 요구를 반영한 제품이라고 할 수 있다. 바이오베터 램시마로써 피하주사제형(SC 제형)의 강점은 자가 투여로 사용자 편의성을 증대 시키며, 이는 동일하게 TNF- α 억제제인 기존의 다른 자가면역치료제 엔브렐 및 휴미라 투여 환자를 고객층으로 흡수시킬 수 있는 가능성을 가지고 있다. 유럽은 2018년 4분기 시판허가 신청 후 2019년 하반기에 런칭 가능할 것으로 보이며, 미국은 바이오시밀러 또는 바이오베터의 결정 후 런칭시기가 구체화 될 것으로 보인다.

동사 2Q18 실적에서 볼 수 있듯이 다수 경쟁사들의 등장으로 인해 지속적으로 평균판매단가(ASP)가 하락하고 있어 이익률이 높은 트룩시마, 허쥬마의 매출 증가가 시급한 상황이다. 램시마의 단가 하락은 불가피한 상황이며, 2019년 출시 예정인 램시마 SC제형의 신제품이 출시된다면 추가적인 매출 성장이 가능할 것으로 판단된다.

트룩시마의 시장점유율 확대로 이익률 개선

트룩시마는 로슈의 리툭산 바이오시밀러로 혈액암 치료제이다. 2017년 4월 유럽에서 출시되었으며 램시마와 비교하여 빠른 침투 속도를 나타내고 있다. IMS 자료 기준, 1Q18 유럽 M/S는 25%로 추정된다. 램시마 대비 이익률이 높은 트룩시마의 매출 성장을 통해 전사 이익률은 향상될 것으로 전망된다. 영국, 독일, 네덜란드에서는 빠르게 점유율을 확보하고 있으나, 프랑스, 스페인 등 바이오시밀러 제품에 보수적인 국가에서는 낮은 점유율을 확보하고 있다.

새로운 성장 모멘텀, 허쥬마의 유럽 시장 진출

로슈 허셉틴의 바이오시밀러 허쥬마(유방암 치료제)는 1분기 유럽 EMA 시판이 승인되었고, 미국 FDA승인은 트룩시마와 마찬가지로 공장 Form483이슈 해결 이후 올해 하반기에 완료될 것으로 기대된다. 허쥬마는 유럽 내 허셉틴 판매의 약 44%를 차지하는 총 7개 국가(스페인, 포르투갈, 네덜란드, 오스트리아, 아일랜드, 영국, 독일)에서 판매가 시작되었다. 3분기 중 3개국(이탈리아, 프랑스, 벨기에)에 추가 런칭 될 예정이다. 경쟁사 대비 빠르게 국가를 오픈하고 있다는 점이 가장 긍정적이다.

셀트리온과 셀트리온헬스케어와의 관계

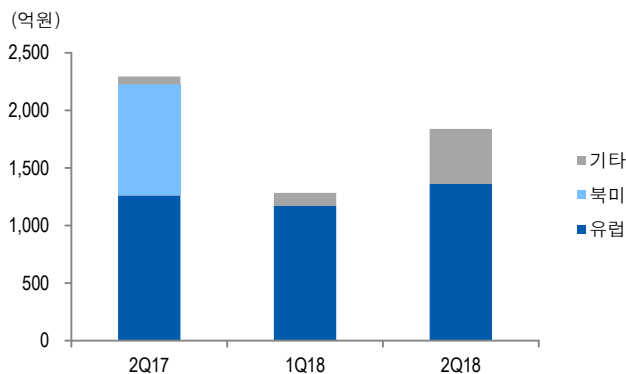
셀트리온헬스케어는 글로벌 마케팅 Distributor로 39개 글로벌 파트너사를 가지고 있다. 셀트리온헬스케어와 동사는 위험 분산을 위한 전략적 공동개발자로 연구개발 위험 분산을 위해 2008년 동사와 판매권부여 기본계약을 체결하여 전략적 관계를 수립하였다. 셀트리온헬스케어는 공동 개발자로서 제품의 판매허가 이전에 초기 안전재고를 취소 및 환불 불가 조건으로 매입하는 부담을 갖되 셀트리온이 개발하는 모든 제품에 대한 독점판매권을 보유하게 된다.

[표 1] 셀트리온 생산설비

구분	1공장	2공장	3공장
위치	인천 송도	인천 송도	미정
규모	50,000L (12.5천 L×4기)	90,000L (15천 L×6기)	120,000L 미정

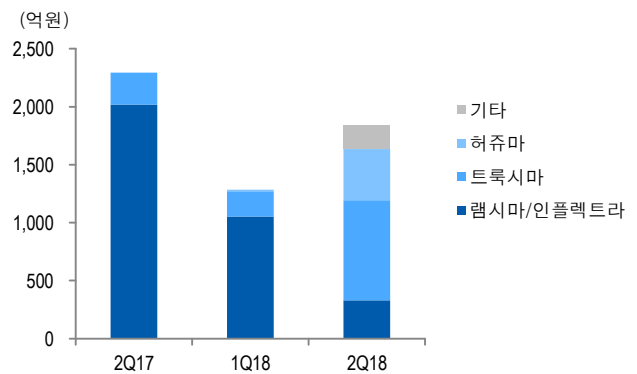
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 지역별 매출 Breakdown



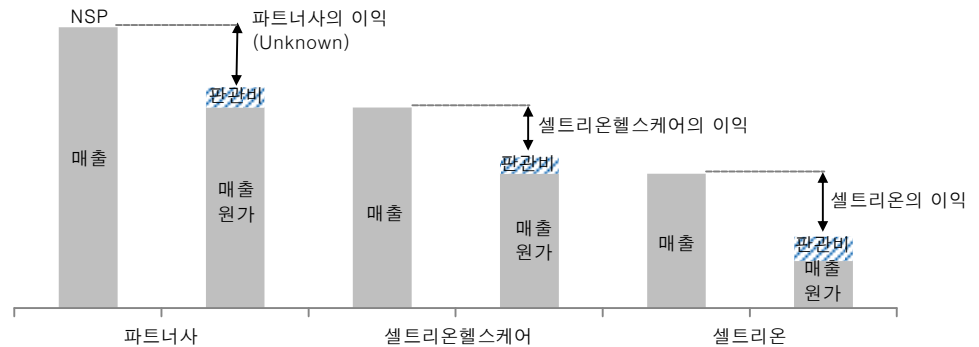
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 제품별 매출 Breakdown



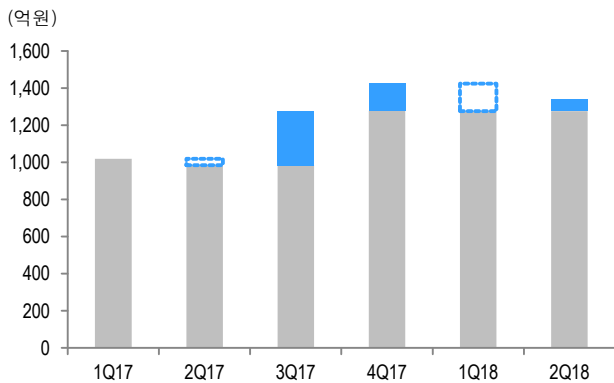
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 단위당 이익 구조



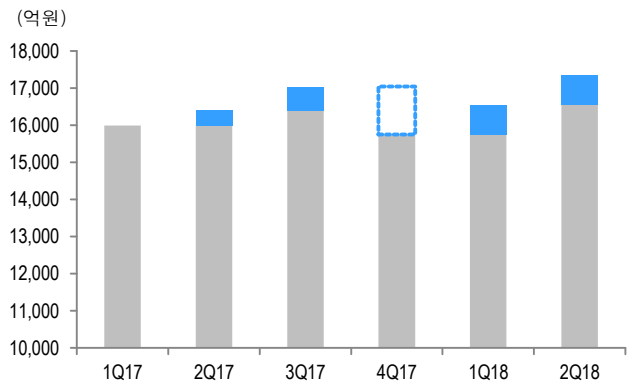
- 1) NSP: Net Sales Price
 - 2) 2014~2016 년의 셀트리온헬스케어 평균 영업이익률: 25%(매출원가 67%, 판관비 8%)
 - 3) 2014~2016 년의 셀트리온 평균 영업이익률: 47%(매출원가 35%, 판관비 18%)
- 자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 셀트리온 재고자산 현황



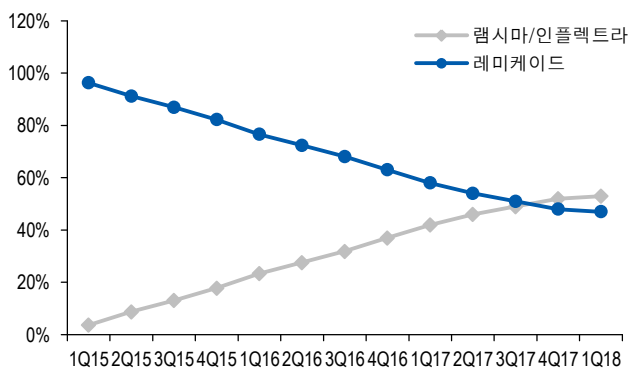
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 셀트리온헬스케어 재고자산 현황



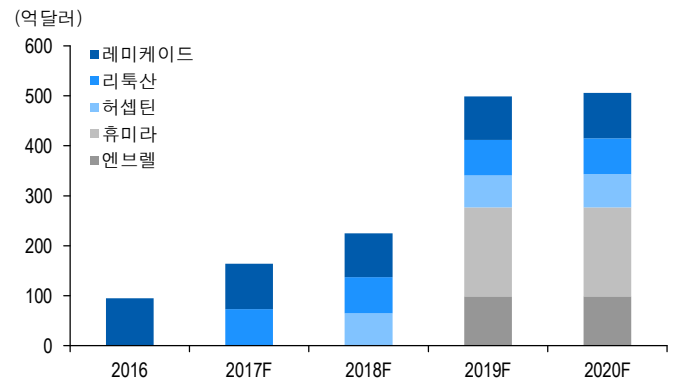
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 램시마 유럽시장 점유율 추이



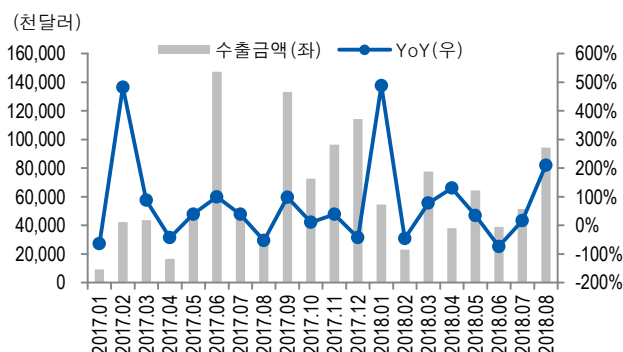
시장점유율은 Volume 기준
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 셀트리온헬스케어의 진입 가능 시장 규모



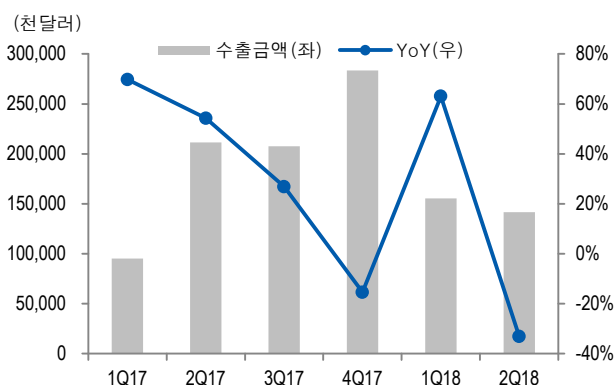
자료: Frost&Sullivan, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 바이오의약품 월간 수출금액 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 바이오의약품 분기별 수출금액 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

올해의 핵심 key는 미국 시장

미국 정책에서 보여주고 있는 긍정의 시그널

오리지널제품의 매출 감소

로슈 상반기 실적발표에서 유럽시장 리툽산 47%, 허셉틴 5% 매출 감소가 나타났다. 리툽산의 경우, 유럽 시장에서의 바이오시밀러(셀트리온의 트룩시마와 산도스의 릭사톤) 출시가 원인이라 판단된다. 삼성바이오에피스의 온트루잔트(3월), 셀트리온의 허쥬마(5월) 영국 출시를 시작으로 허셉틴 오리지널의 매출은 5% 감소하였으며, 향후 점진적인 바이오시밀러 제품의 침투가 예상된다.

FDA의 정책 변화 가능성

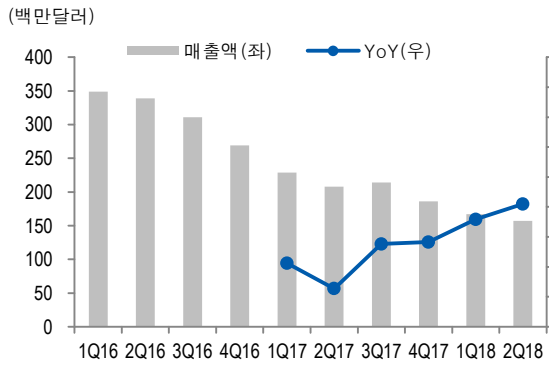
7월 26일 스캇 고틀립 미국 FDA 국장은 "FDA가 11개 바이오시밀러를 허가했는데 단지 3개만 출시된 것은 오리지널 의약품 판매하는 제약사 책임"이라고 비난하였다. 미국의 경우 오리지널 바이오의약품을 생산하는 제약사들은 바이오시밀러 출시 직전 보험사에 리베이트를 지급하고 있다. 고틀립 국장은 정부 기관들과 협조해 오리지널 제약사들의 리베이트를 제지하고, 바이오시밀러 출시 및 병원 처방을 지원하겠다고 언급하였다. 현재 판매를 시작한 바이오시밀러를 비롯한 신제품 출시와 관련해 보다 우호적인 환경이 조성될 가능성이 있다고 볼 수 있다. 7월에는 바이오시밀러 사용강화정책(BAP; Biosimilars Action Plan)을 발표하기도 하였다. FDA 국장은 안전하고 효과 높은 바이오시밀러 제품 시장을 만드는 것이 환자 및 미국 건강관리시스템의 핵심이라고 주장하였다. BAP의 주요내용은 1) 바이오시밀러와 상호교환이 가능한 제품 개발과 경쟁을 가속화하는 것, 2) 바이오시밀러 제품 개발 커뮤니티에 대한 명확성을 극대화하는 것, 3) 환자와 의료인, 보험사에게 바이오시밀러에 대한 이해를 높이기 위한 소통창구를 개발하는 것, 4) FDA 요구사항에 대한 게이밍을 줄이거나 후속제품을 통한 시장 경쟁을 부당하게 지연시키려는 시도를 줄이는 것이다. 이를 통해 미국은 바이오시밀러의 접근성을 높이고, 의료비용을 줄이기 위해 지속적인 정책을 내 놓을 것으로 기대된다.

[표 2] FDA 국장의 발언 정리

날짜	장소	내용
3월 28일	뉴욕 헬씨리턴컨퍼런스	미국이 유럽보다 바이오시밀러 사용이 뒤처지고 있다면서 바이오시밀러 시장 강화를 위한 정책을 추진 중이라 밝힘
7월 18일	미국 사회과학연구소(브리킹스연구소)	바이오시밀러 시장강화정책(Biosimilars Action Plan, BAP)를 발표
7월 29일	본인 트위터 계정	임상시험을 간소화하고 의약품 개발 비용을 낮추기 위한 방안을 담은 내용으로 트위터에 올림

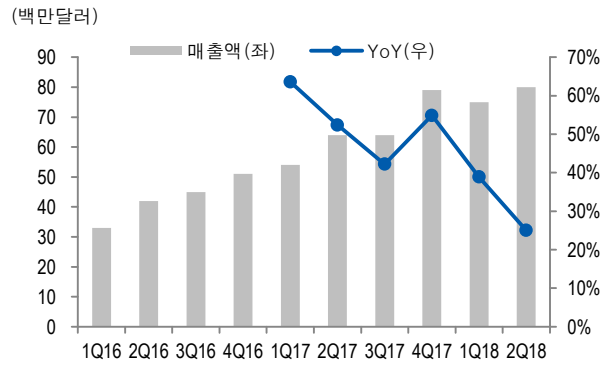
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 유럽 Remicade 매출 추이



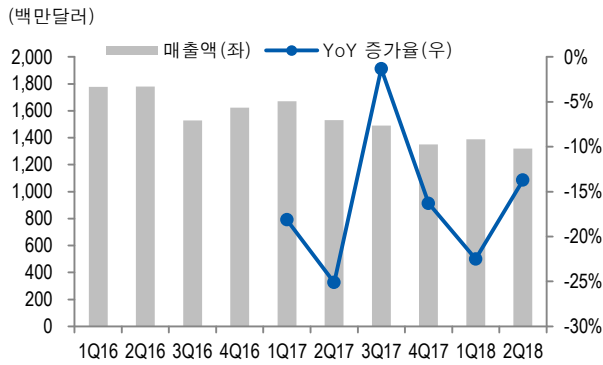
자료: Merck, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 유럽 Remsima 매출 추이



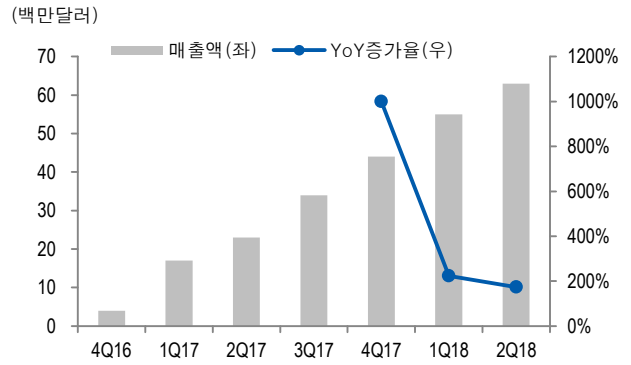
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 미국 Remicade 매출 추이



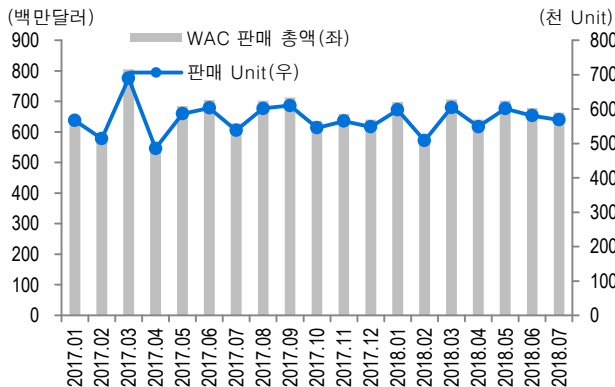
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 미국 Inflectra 매출 추이



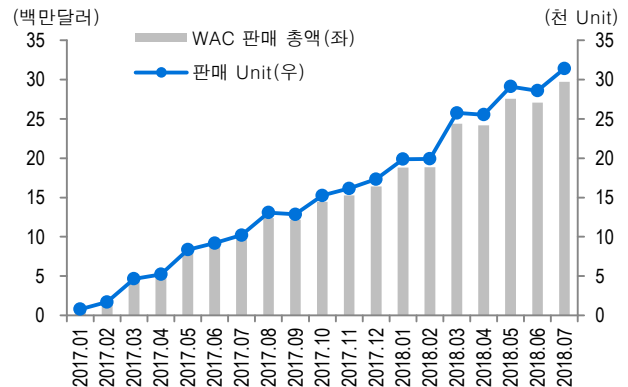
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] Remicade 처방 추이



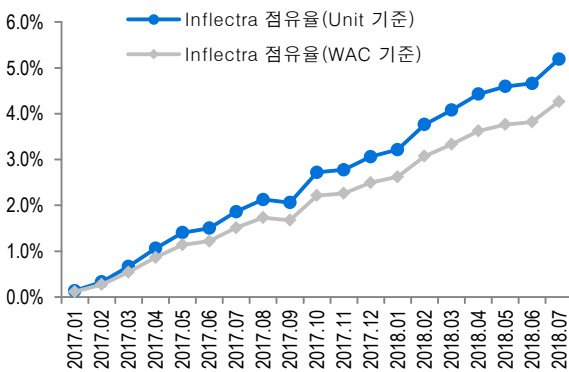
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] Inflectra 처방 추이



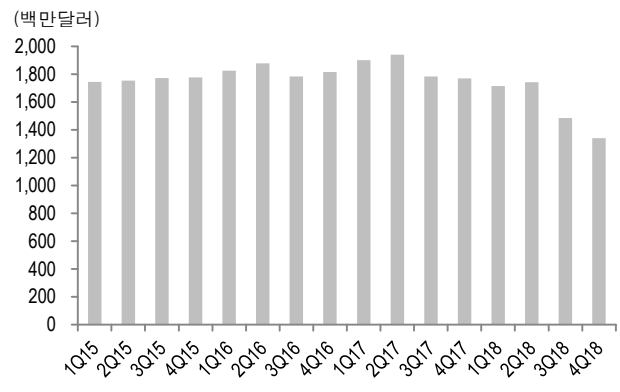
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] Inflectra 점유율 추이



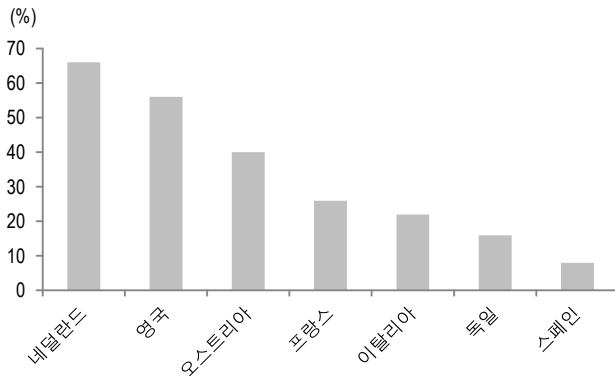
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 리톡산 매출 추이



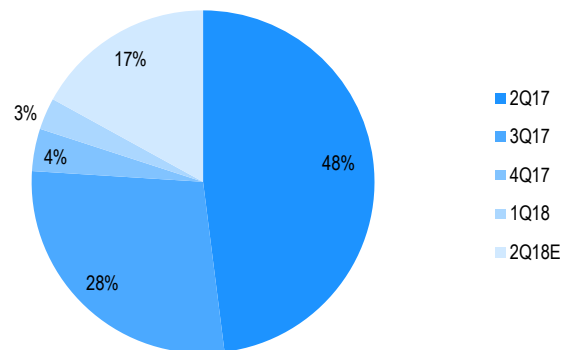
자료: Roche, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 유럽 내 트록시마 시장 점유율(1Q18 기준)



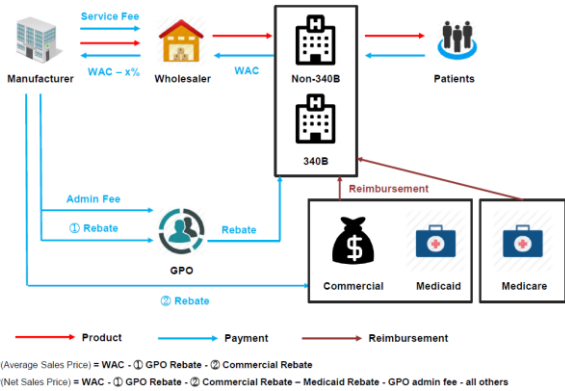
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 트록시마가 출시된 유럽국가의 리톡시마 시장규모



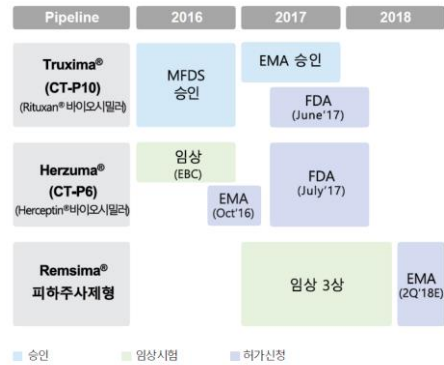
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 미국 의료 혜택 시스템



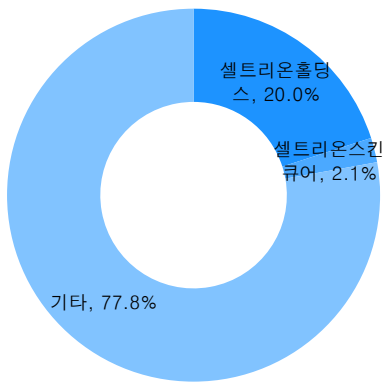
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 단기 상업화 가능 제품군



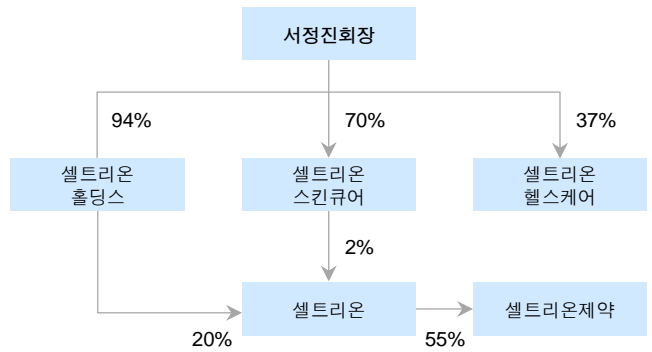
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 셀트리온 주주구성



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 셀트리온 그룹 자본 구조



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 주요제품 개발 현황 및 향후 계획

구분	프로젝트명	개요	타겟	진행단계
바이오시밀러	CT-P13	레미케이드 바이오시밀러	TNFa	IV 제형 개발 및 상업화 완료 SC 제형 임상 3상 진행 중
바이오시밀러	CT-P10	리툭산 바이오시밀러	CD20	유럽 지역 상업화 완료 미국 허가 신청 및 보완자료 제출 완료
바이오시밀러	CT-P06	허셉틴 바이오시밀러	HER2	유럽 지역 상업화 완료 미국 허가 신청 및 보완자료 제출 완료
바이오시밀러	CT-P16	아바스틴 바이오시밀러	VEGF	임상 1상 완료, 임상 3상 진행 중
바이오시밀러	CT-P17	휴미라 바이오시밀러	TNFa	임상 1상, 3상 동시 진행 중
신약	CT-P27	독감 항체 치료제	H1N1, H3N	임상 2상 완료 및 후속임상 계획 중

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 34만원으로 커버리지 개시

셀트리온에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주는 SOTP 방법을 적용하여 산출하였다. 미국시장 진입에 가장 중요한 부분인 규제완화의 수혜를 받을 수 있는 정확한 시점 파악이 가장 중요할 것으로 판단된다. 지속적으로 실적 개선 및 성장에 대한 기회가 남아있다. 1) 올해는 유럽 시장에서 램시마의 높은 점유율을 유지할 것으로 보이며, 2) 이익률이 높은 트룩시마의 시장점유율 상승으로 수익성 또한 개선될 것으로 보인다. 3) 상반기 유럽에서 출시된 허쥬마의 매출 기대감도 크다. 이외에도 1) 새로운 바이오시밀러(아바스틴, 휴미라)의 개발, 2) 독감 치료제 CT-P27의 임상진행, 3) 램시마 SC(피하주사)제형의 시판승인 등 지속적인 R&D 모멘텀이 남아있는 상황이다. 램시마는 새로운 제형 변화로 시장을 키워나가는 것이 중요하고, 신제품 트룩시마, 허쥬마는 초기 시장 선점이 중요할 것으로 판단된다.

[표 4] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	2,205	2,311	2,609	3,188	3,087	3,282	3,757	4,590	8,289	10,313	14,716
YoY	25.4%	6.9%	30.0%	35.0%	40.0%	42.0%	44.0%	44.0%	43.5%	24.4%	42.7%
영업이익	1,167	1,092	1,252	1,562	1,451	1,608	1,841	2,249	5,174	5,073	7,149
YoY	28.5%	-18.5%	-6.3%	-1.8%	24.3%	47.3%	47.0%	44.0%	104.7%	-1.9%	40.9%
영업이익률	52.9%	47.2%	48.0%	49.0%	47.0%	49.0%	49.0%	49.0%	62.4%	49.2%	48.6%
세전순이익	1,178	838	1,212	1,508	1,366	1,500	1,769	2,169	5,096	4,735	6,804
YoY	43.3%	-39.7%	-10.3%	-1.8%	16.0%	79.0%	46.0%	43.9%	89.0%	-7.1%	43.7%
당기순이익	849	750	956	1,178	1,088	1,223	1,408	1,730	4,032	3,734	5,449
YoY	24.4%	-34.2%	-13.3%	6.5%	28.2%	63.0%	47.3%	46.8%	82.1%	-7.4%	46.0%

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 5] Valuation

(단위: 억원)

구분	환산가치(억원)	
1. 영업가치	376,008	
2019 forward 세후영업이익	5,449	
PER(배)	69	
2. 비영업가치	49,828	
램시마 SC 제형 가치	42,190	
셀트리온 제약	26,248(시가총액)	지분율 48.5%, 40% 할인율 적용
3. 순현금	556	
발행주식수(천주)	125,396	
기업가치(1+2+3)	426,392	
적정주가(원)	340,036	
목표주가(원)	340,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 미국 바이오시밀러 경쟁 현황

오리지널약 (오리지널사, 특허만료)	바이오시밀러 회사	품목명	진행사항	비고
Enbrel (Amgen, 2029)	Novartis Sandoz	Erelzi	FDA 허가(16. 08)	
	삼성바이오에피스	Benepali	임상 3상 완료	
	Coherus	CHS-0214	임상 3상 완료	
	셀트리온	CT-P05	전임상	
	Biocon/Mylan		전임상	
Remicade (J&J, 2018)	삼성바이오에피스	Renflexis	미국 출시	
	셀트리온	Inflectra	미국 출시(16. 11)	
	Amgen	ABP710	임상 3상	
	Pfizer/Sandoz	PF-06438179	FDA 허가(17. 12)	
Herceptin (Roche, 2019)	Biocon/Mylan	Ogivri	FDA 허가(17. 12)	Roche 에서 물질특허 전 시장진출 허용
	셀트리온	Herzuma	FDA 허가승인 진행중	Form 483(18. 07)
	Amgen	Kanjinti	FDA 허가 신청(17. 08)	2H18 미국 FDA 승인 예상
	삼성바이오에피스	Ontruzant	FDA 허가	
	Pfizer	PF-05280014	FDA 승인거절(18. 04)	
Humira (Abbvie, 2023)	삼성바이오에피스	Imraldi	FDA 허가 신청	2023 6/30 판매가능
	셀트리온	CT-P17	전임상	
	Coherus	CHS-1420	임상 3상	
	Amgen	Amjevita	FDA 허가(16. 09)	2023 1/31 판매가능
	Novartis Sandoz	GP2017	FDA 허가 신청(18. 01)	
	Biocon/Mylan	MYL1401A	임상 3상 완료	
	Pfizer	PF-06410293	임상 3상	
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	FDA 허가(17. 08)	
Rituxan (Roche)	삼성바이오에피스	SAIT101	임상 1/3상	
	셀트리온	Truxima	FDA 허가승인 진행중	Form 483(18. 07)
	Amgen	ABP798	임상 3상	
	Novartis Sandoz	Rixathon	FDA 허가승인 진행중	CRL(18. 05)
	Pfizer	PF-05280586	임상 3상 완료	
Lantus (Sanofi, 2015)	Eli Lilly/Boehringer	Basaglar	미국 출시(16. 12)	
	삼성바이오에피스	Lusduna	FDA 잠정허가(17. 07)	
	Biocon/Mylan		FDA 허가신청(16. 12)	2018년 상반기 미국 FDA 승인예상
Avastin (Roche, 2019)	Amgen	Mvasi	FDA 허가(17. 09) 출시예정	
	Pfizer	PF-06439535	임상 3상 완료	
	Boehringer Ingelheim	BI695502	임상 3상	19. 03 완료 예정
	삼성바이오에피스	SB8	임상 3상	
	Biocon/Mylan		임상 3상	
	셀트리온	CT-P16	임상 1상 완료	

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 유럽 바이오시밀러 경쟁 현황

오리지널약 (오리지널사, 특허만료)	바이오시밀러 회사	품목명	진행사항	비고
Enbrel (Amgen, 2015)	삼성바이오에피스	Benepali	유럽 출시(16. 02)	
	Novartis Sandoz	Erelzi	유럽 출시(18)	
	Coherus	CHS-0214	EMA 허가신청(16. 11)	
	셀트리온	CT-P05	전임상	
	Biocon/Mylan		전임상	
Remicade (J&J, 2016)	셀트리온	Remsima	유럽 출시(13. 09)	
	삼성바이오에피스	Flixabi	유럽 출시(16. 08)	
	Novartis Sandoz	PF-06438179	EMA 허가(18. 05)	
	Amgen	ABP710	임상 3상	
Herceptin (Roche, 2014)	삼성바이오에피스	Ontruzant	영국 출시(18. 02)	
	셀트리온	Herzuma	영국 출시(18. 05)	
	Amgen/엘러간	Kanjinti	FDA 허가(18. 06)	
	Pfizer	Trazimara	FDA 허가(18. 07)	
	Biocon/Mylan	Ogivri	17년 생산이슈로 철회	
	프레스티지바이오	HD201	시판허가 및 출시 예정	
Humira (Abbvie, 2018)	삼성바이오에피스	Imraldi	FDA 승인(18. 10 출시예정)	
	Amgen	Amjevita	FDA 승인(18. 10 출시예정)	
	Novartis Sandoz	Hyrmoz	FDA 승인(18. 07)	
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	FDA 승인(18. 10 출시예정)	
	Pfizer	PF-06410293	임상 3상 완료	
	Mylan/후지필름교와 기린 바이오로직스	Hulio	2018년 7월 CHMP 승인권고	
	Coherus	CHS-1420	임상 3상	
	셀트리온	CT-P17	임상 1/3상 신청(18. 08)	영국 임상신청(18. 08)
	프레스티지바이오	HD201	임상 3상	
Rituxan (Roche, 2013)	셀트리온	Truxima	유럽 출시(17. 04)	
	Novartis Sandoz	Rixathon	유럽 출시(17)	
	Pfizer	PF-05280586	임상 3상 완료	
	Amgen	ABP798	임상 3상	
	삼성바이오에피스	SAIT101	임상 1/3상	
Lantus (Sanofi, 2015)	삼성바이오에피스	Lusduna	EMA 허가(17. 01)	
	Eli Lilly/Boehringer Ingelheim	Basaglar	유럽 출시	
	Biocon/Mylan			
Avastin (Roche, 2019)	Amgen	Mvasi	EMA 허가(18. 01)	
	Pfizer	PF-06439535	EMA 허가신청	
	삼성바이오에피스	SB8	EMA 허가신청	
	Boehringer Ingelheim	BI695502	임상 3상	
	Biocon/Mylan		임상 3상	
	셀트리온	CT-P16	임상 3상 IND 신청	

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,776	8,289	10,313	14,716	19,131
매출원가	2,234	2,031	3,634	4,918	5,739
매출총이익	3,541	6,258	6,679	9,798	13,392
판매비	1,014	1,084	1,606	2,649	3,061
영업이익	2,527	5,174	5,073	7,149	10,331
EBITDA	3,272	6,053	6,190	8,191	11,275
영업외손익	169	-78	-338	-345	-345
외환관련손익	-20	-94	0	0	0
이자손익	-15	-27	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	203	43	-338	-345	-345
법인세비용차감전순이익	2,696	5,096	4,735	6,804	9,986
법인세비용	482	1,064	1,001	1,355	1,988
계속사업순이익	2,214	4,032	3,734	5,449	7,997
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,214	4,032	3,734	5,449	7,997
지배지분순이익	2,214	4,032	3,734	5,449	7,997
포괄손익	2,183	4,047	3,676	5,184	7,732
지배지분포괄이익	2,183	4,047	3,676	5,184	7,732

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,774	14,223	16,981	22,550	31,887
현금및현금성자산	2,576	4,135	2,913	3,223	7,450
매출채권 및 기타채권	6,809	7,165	9,932	14,368	18,668
재고자산	1,139	1,423	1,878	2,701	3,511
비유동자산	17,214	18,330	19,025	18,750	18,573
유형자산	6,494	6,360	6,258	5,994	5,739
관계기업 등 지분관련자산	2,621	2,731	3,239	4,006	4,773
기타투자자산	140	146	256	256	256
자산총계	27,988	32,553	36,006	41,300	50,460
유동부채	5,243	4,911	5,340	5,449	6,612
매입채무 및 기타채무	587	875	1,207	1,316	2,479
단기차입금	3,001	2,211	2,001	2,001	2,001
유동성장기부채	1,070	870	1,592	1,592	1,592
비유동부채	1,256	2,422	1,717	1,717	1,717
장기차입금	1,190	1,760	882	882	882
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,499	7,332	7,057	7,166	8,329
지배지분	21,489	25,221	28,949	34,133	42,131
자본금	1,166	1,227	1,254	1,254	1,254
자본잉여금	7,385	7,508	7,584	7,584	7,584
이익잉여금	12,766	16,739	20,456	25,905	33,902
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	21,489	25,221	28,949	34,133	42,131
순차입금	2,616	-680	-556	-866	-5,093
총차입금	5,261	4,841	4,475	4,475	4,475

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,614	5,238	1,773	2,025	5,677
당기순이익	2,214	4,032	3,734	5,449	7,997
감가상각비	307	299	286	264	255
외환손익	17	96	6	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-491	-395	-3,194	-4,677	-3,476
기타현금흐름	568	1,207	941	989	901
투자활동 현금흐름	-1,551	-2,654	-2,089	-700	-700
투자자산	12	-95	-636	-767	-767
유형자산 증가 (CAPEX)	-120	-199	-189	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,444	-2,361	-1,264	66	66
재무활동 현금흐름	103	-972	-752	-692	-692
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	70	89	120	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	33	-1,062	-872	-692	-692
연결범위변동 등 기타	14	-53	-154	-323	-58
현금의 증감	1,180	1,559	-1,222	310	4,227
기초 현금	1,396	2,576	4,135	2,913	3,223
기말 현금	2,576	4,135	2,913	3,223	7,450
NOPLAT	2,527	5,174	5,073	7,149	10,331
FCF	2,209	4,378	1,733	2,090	5,742

자료: 유안타증권

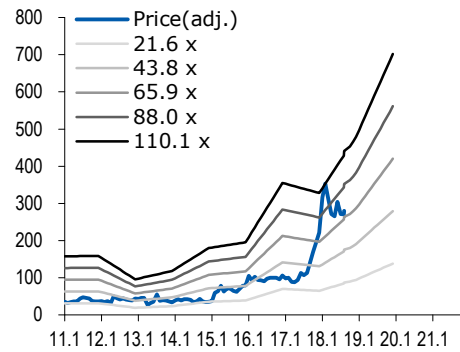
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,773	3,223	2,977	4,346	6,378
BPS	17,215	20,253	23,192	27,345	33,751
EBITDAPS	2,810	4,938	4,936	6,532	8,992
SPS	4,631	6,631	8,224	11,736	15,257
DPS	0	0	0	0	0
PER	58.7	38.9	92.2	63.2	43.0
PBR	6.1	6.2	11.8	10.0	8.1
EV/EBITDA	37.6	25.0	55.5	41.9	30.1
PSR	22.5	18.9	33.4	23.4	18.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	9.2	43.5	24.4	42.7	30.0
영업이익 증가율 (%)	-0.6	104.7	-1.9	40.9	44.5
지배순이익 증가율 (%)	9.6	82.1	-7.4	46.0	46.8
매출총이익률 (%)	61.3	75.5	64.8	66.6	70.0
영업이익률 (%)	43.8	62.4	49.2	48.6	54.0
자본순이익률 (%)	38.3	48.6	36.2	37.0	41.8
EBITDA 마진 (%)	56.7	73.0	60.0	55.7	58.9
ROIC	10.1	18.9	16.8	20.8	26.6
ROA	8.3	13.3	10.9	14.1	17.4
ROE	11.4	17.3	13.8	17.3	21.0
부채비율 (%)	30.2	29.1	24.4	21.0	19.8
순차입금/자기자본 (%)	12.2	-2.7	-1.9	-2.5	-12.1
영업이익/금융비용 (배)	27.3	71.1	0.0	0.0	0.0

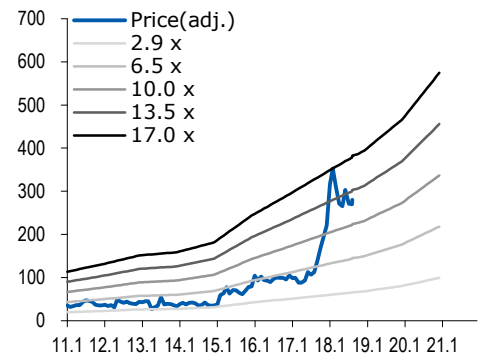
P/E band chart

(천원)

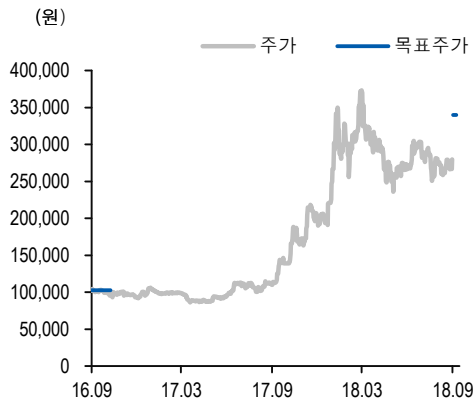


P/B band chart

(천원)



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-09-06	BUY	340,000	1년		
2017-01-27	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	89.62	-
2016-01-27	HOLD	102,783	1년	53.04	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-09-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.