

셀트리온 (068270)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (D)
현재주가 (11/9)	229,500원
상승여력	26%

시가총액	287,784억원
총발행주식수	125,395,903주
60일 평균 거래대금	2,499억원
60일 평균 거래량	965,432주
52주 고	373,500원
52주 저	167,668원
외인지분율	19.82%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 55 인 22.86%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.9)	(16.8)	36.9
상대	(14.5)	(8.2)	67.4
절대(달러환산)	(20.6)	(17.7)	35.3

3Q18 Review: 부진했던 실적

3분기 매출액 2,311억원(YoY -0.4%), 영업이익 736억원(YoY -44.2%)

연결기준, 3분기 매출액 2,311억원(YoY -0.4%), 영업이익 736억원(YoY -44.2%)을 기록하였다. 컨세서스 대비 영업이익은 48% 하회하며 부진했다. 매출은 단가 인하 영향에도 불구하고 판매량 증가로 인해 전년 동기 수준을 유지하였다. 매출비중은 트룩시마(리툭산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 78%, 허쥬마(하셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 2% 기타(CMO등 용역서비스 매출 및 자회사 매출) 20%이다. 영업이익 하락의 요인은 1) 트룩시마 공급단가 인하에 따른 매출 감소 영향으로 매출 원가가 증가하였고, 2) 1공장 증설에 따른 가동률 하락 때문이다. 판관비는 전년대비 0.9% 소폭 상승하였는데, 시장 조기진입을 위한 트룩시마, 허쥬마 특히 소송비용 증가에 따른 것으로 보인다. 개별기준으로는 매출액 1,992억원(YoY -0.7%), 영업이익 754억원(YoY -41.2%) 기록하였다.

1공장 증설 효과에 따른 효과는 19년 1분기까지 지속

1공장은 내년 2월까지 라인 연결 작업이 마무리 될 예정으로 가동률 하락에 따른 매출원가 상승은 19년 1분기까지 지속될 예정이다. 공장은 밸리데이션 이후 내년 하반기부터 가동률 상승이 예상된다. 4분기, 램시마의 추가매출이 없고, 허쥬마의 매출이 발생할 것으로 예상된다. 9월 미국 FDA 자문위는 만장일치로 트룩시마 품목허가를 권고 하였고, 최종 품목허가가 결정되면 내년 미국에서 트룩시마를 출시할 계획이다. 리툭산 바이오시밀러 업체 산도스의 미국시장 진출 포기는 트룩시마 미국 시장진출에 긍정적인 이슈로 판단된다.

1공장 정상화 후 안정적 실적 기대

2019년 상반기까지는 1공장 가동 중단 영향으로 인한 영업이익의 개선은 어려울 것으로 보인다. 하지만 1) 하반기 추가 증설된 1공장의 5만리터 추가 가동으로 10만리터의 가동이 가능해질 전망이다. 2) 이익률이 좋은 트룩시마의 유럽매출 상승과 미국시장 진출으로 수익성 또한 개선될 것으로 보인다. 3) 상반기 유럽에서 출시된 허쥬마의 매출 상승 기대감도 크다. 따라서 4분기는 허쥬마의 매출이 증가할 것으로 보인다. 그 이외에도 1) 새로운 바이오시밀러(아바스틴, 휴미라)의 개발, 2) 독감 치료제 CT-P27의 임상진행, 3) 램시마 SC(피하주사)제형의 유럽 시판승인 허가신청 등 지속적인 R&D 모멘텀이 남아있는 상황이다. 2019년 실적추정치 하향으로 목표주가 29만원으로 하향 조정하였다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,311	-0.4	-12.3	2,794	-17.3
영업이익	736	-47.5	-32.0	1,416	-48.0
세전계속사업이익	715	-48.9	-22.9	1,256	-43.1
지배순이익	548	-51.2	-34.8	1,122	-51.2
영업이익률 (%)	31.9	-28.5 %pt	-9.2 %pt	50.7	-18.8 %pt
지배순이익률 (%)	23.7	-24.6 %pt	-8.2 %pt	40.2	-16.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2016A	2017A	2018F	2019F
결산 (12월)				
매출액	6,706	9,491	10,275	12,545
영업이익	2,497	5,220	3,933	5,556
지배순이익	1,780	3,994	2,932	4,338
PER	73.1	39.3	98.2	66.3
PBR	6.3	6.4	10.6	9.2
EV/EBITDA	37.2	24.7	55.2	42.2
ROE	9.5	17.8	11.4	14.9

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(별도 기준)

(단위: 억원)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	1,993	-13.8%	2,311	-0.7%	2,007
영업이익	754	-28.6%	1,056	-41.3%	1,286
세전이익	751	-5.7%	797	-42.0%	1,296
당기순이익	584	-17.7%	709	-44.3%	1,048

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	2,311	-12.3%	2,634	-0.4%	2,321
영업이익	736	-30.4%	1,058	-44.2%	1,318
세전이익	715	-20.4%	898	-45.5%	1,312
당기순이익	547	-31.7%	800	-48.6%	1,063

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 셀트리온 생산설비

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

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

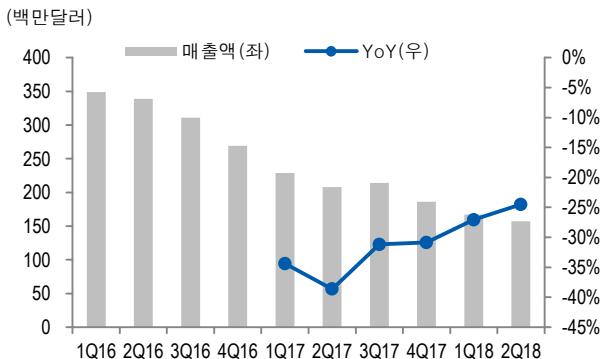
[표 4] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	2,450	2,634	2,311	2,880	2,940	3,030	3,120	3,456	9,491	10,275	12,545
YoY	24.6%	7.0%	-0.4%	5.0%	20.0%	15.0%	35.0%	20.0%	41.5%	8.3%	22.1%
영업이익	1,165	1,082	736	950	1,249	1,363	1,388	1,555	5,220	3,933	5,556
YoY	30.3%	-21.8%	-47.5%	-38.4%	7.3%	26.0%	88.6%	63.6%	109.1%	-24.6%	41.3%
영업이익률	47.5%	41.1%	31.9%	33.0%	42.5%	45.0%	44.5%	45.0%	55.0%	38.3%	44.3%
세전순이익	1,153	927	715	914	1,223	1,336	1,362	1,530	5,057	3,708	5,451
YoY	43.7%	-34.1%	-48.9%	-37.0%	6.1%	44.1%	90.5%	67.5%	120.5%	-26.7%	47.0%
당기순이익	832	830	547	708	966	1,077	1,068	1,207	4,007	2,917	4,318
YoY	24.1%	-28.0%	-52.0%	-32.2%	16.0%	29.8%	95.3%	70.4%	122.1%	-27.2%	48.0%

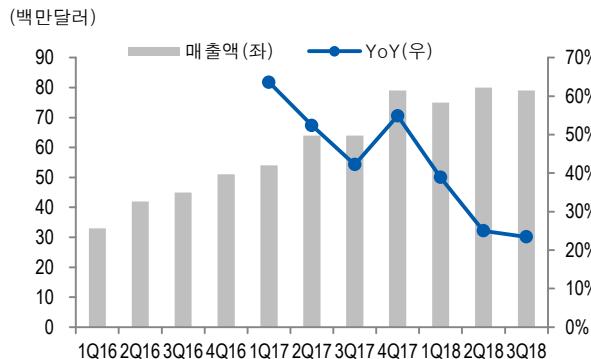
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Merck 의 유럽 Remicade 매출 추이



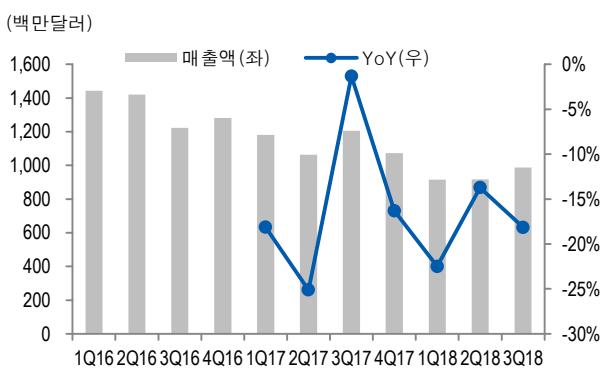
자료: Merck, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] Pfizer 의 유럽 Remsima 매출 추이



자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Remicade 매출 추이



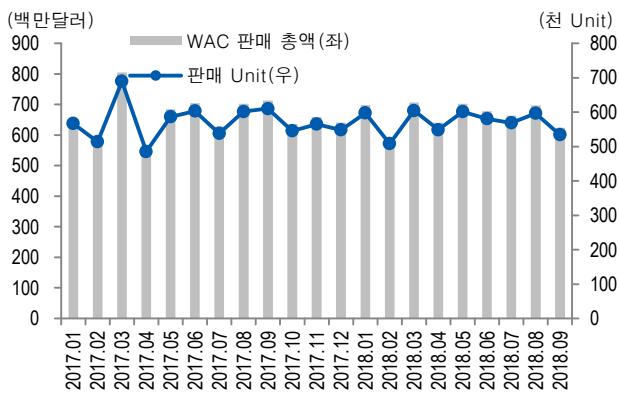
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 미국 Inflectra 매출 추이



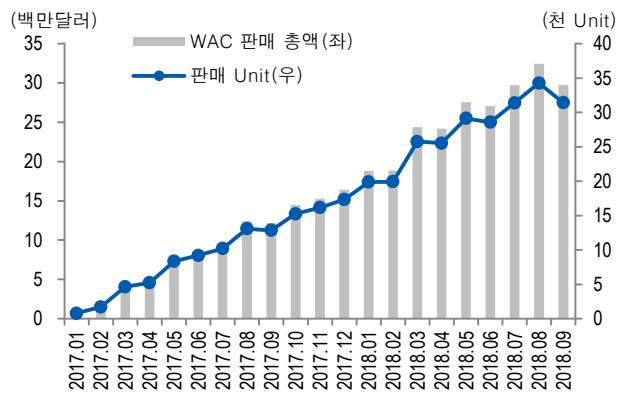
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Remicade 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] Inflectra 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 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)	Roche에서 라질특허 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	Hyrimoz	FDA 허가(18. 11. 01)	FDA 허가 신청(18. 01)
	Biocon/Mylan	MYL1401A	임상 3상 완료	
	Pfizer	PF-06410293	임상 3상	
Rituxan (Roche)	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	FDA 허가(17. 08)	
	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)→ 출시포기 결정
Lantus (Sanofi, 2015)	Pfizer	PF-05280586	임상 3상 완료	
	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 6] 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	
Remicade (J&J, 2016)	Biocon/Mylan		전임상	
	셀트리온	Remsima	유럽 출시(13. 09)	
	삼성바이오에피스	Flixabi	유럽 출시(16. 08)	
	Novartis Sandoz	PF-06438179	EMA 허가(18. 05)	
Herceptin (Roche, 2014)	Amgen	ABP710	임상 3상	
	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)	Amgen	Amjevita	FDA 승인(18. 10 출시예정)	1
	삼성바이오에피스	Imraldi	FDA 승인(18. 10 출시예정)	2
	Novartis Sandoz	Hyrimoz	FDA 승인(18. 10 출시예정)	3
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	FDA 승인(18. 10 출시예정)	4
	Mylan/후지필름교와 기린 바이오로직스	Hulio	FDA 승인(18. 10 출시예정)	5
	Pfizer	PF-06410293	임상 3상 완료	
	Coherus	CHS-1420	임상 3상	
Rituxan (Roche, 2013)	셀트리온	CT-P17	임상 1/3상 신청(18. 08)	영국 임상신청(18. 08)
	프레스티지바이오	HD201	임상 3상	
	셀트리온	Truxima	유럽 출시(17. 04)	
	Novartis Sandoz	Rixathon	유럽 출시(17)	
	Pfizer	PF-05280586	임상 3상 완료	
Lantus (Sanofi, 2015)	Amgen	ABP798	임상 3상	
	삼성바이오에피스	SAIT101	임상 1/3상	
	삼성바이오에피스	Lusduna	EMA 허가(17. 01)	
	Eli Lilly/Boehringer Ingelheim	Basagliar	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 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,706	9,491	10,275	12,545	15,305	
매출원가	2,740	2,620	4,258	4,575	5,510	
매출총이익	3,966	6,871	6,017	7,970	9,795	
판관비	1,469	1,651	2,083	2,414	2,449	
영업이익	2,497	5,220	3,933	5,556	7,346	
EBITDA	3,384	6,255	5,225	6,766	8,430	
영업외순익	-204	-163	-228	-109	-81	
외환관련순익	5	-87	0	0	0	
이자순익	-108	-84	-18	-22	6	
관계기업관련순익	6	25	-9	0	0	
기타	-106	-17	-202	-87	-87	
법인세비용차감전순이익	2,293	5,057	3,705	5,447	7,266	
법인세비용	489	1,050	790	1,133	1,511	
계속사업순이익	1,805	4,007	2,915	4,314	5,754	
증단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,805	4,007	2,915	4,314	5,754	
지배지분순이익	1,780	3,994	2,932	4,338	5,786	
포괄순이익	1,785	4,029	2,880	4,077	5,518	
지배지분포괄이익	1,760	4,016	2,896	4,101	5,549	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		12,541	16,151	18,416	23,466	31,246
현금및현금성자산		2,684	4,192	4,777	7,521	12,336
매출채권 및 기타채권		7,613	8,314	9,071	10,945	13,345
재고자산		1,848	2,006	2,130	2,562	3,126
비유동자산		17,679	18,436	18,892	18,158	17,549
유형자산		8,679	8,442	8,468	8,361	8,267
관계기업등 지분관련자산		62	170	381	594	806
기타투자자산		157	162	270	270	270
자산총계		30,219	34,587	37,309	41,624	48,795
유동부채		6,103	6,168	6,748	6,745	8,129
매입채무 및 기타채무		794	1,045	1,565	1,562	2,947
단기차입금		3,440	3,230	2,909	2,909	2,909
유동성장기부채		1,270	939	1,730	1,730	1,730
비유동부채		2,127	2,704	1,934	1,934	1,934
장기차입금		2,080	2,241	1,294	1,294	1,294
사채		0	0	0	0	0
부채총계		8,230	8,871	8,682	8,679	10,063
지배지분		20,536	24,246	27,090	31,191	36,977
자본금		1,166	1,227	1,254	1,254	1,254
자본잉여금		7,476	7,608	7,584	7,584	7,584
이익잉여금		11,687	15,622	18,434	22,772	28,558
비지배지분		1,453	1,470	1,537	1,754	1,754
자본총계		21,990	25,716	28,627	32,945	38,731
순차입금		4,030	828	-962	-3,706	-8,521
총차입금		6,789	6,409	5,933	5,933	5,933

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,509	5,166	3,302	3,728	5,773	
당기순이익	1,805	4,007	2,915	4,314	5,754	
감가상각비	399	390	393	369	357	
외환순이익	-8	88	7	0	0	
증속,관계기업관련순이익	-6	-25	9	0	0	
자산부채의 증감	-736	-695	-953	-1,900	-1,170	
기타현금흐름	1,055	1,401	931	945	831	
투자활동 현금흐름	-1,625	-2,643	-1,889	-393	-393	
투자자산	13	-96	-230	-212	-212	
유형자산 증가 (CAPEX)	-141	-210	-420	-263	-263	
유형자산 감소	0	0	1	0	0	
기타현금흐름	-1,497	-2,337	-1,240	82	82	
재무활동 현금흐름	287	-963	-916	-809	-809	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	
자본금	79	100	124	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	208	-1,063	-1,040	-809	-809	
연결범위변동 등 기타	14	-53	88	217	244	
현금의 증감	1,185	1,508	585	2,744	4,815	
기초 현금	1,499	2,684	4,192	4,777	7,521	
기말 현금	2,684	4,192	4,777	7,521	12,336	
NOPLAT	2,497	5,220	3,933	5,556	7,346	
FCF	1,974	4,266	3,013	3,447	5,469	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

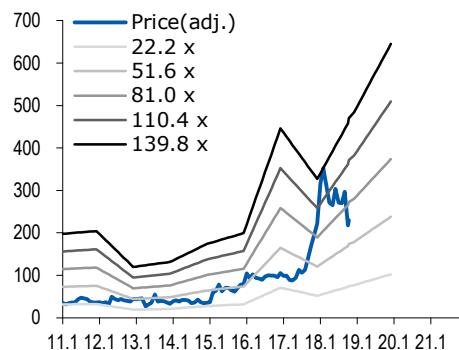
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		1,426	3,192	2,338	3,459	4,614
BPS		16,452	19,470	21,715	25,002	29,640
EBITDAPS		2,905	5,104	4,167	5,395	6,723
SPS		5,377	7,592	8,194	10,004	12,205
DPS		0	0	0	0	0
PER		73.1	39.3	98.2	66.3	49.7
PBR		6.3	6.4	10.6	9.2	7.7
EV/EBITDA		37.2	24.7	55.2	42.2	33.3
PSR		19.4	16.5	28.0	22.9	18.8
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		11.1	41.5	8.3	22.1	22.0
영업이익 증가율 (%)		-3.6	109.1	-24.6	41.3	32.2
지배순이익 증가율 (%)		15.5	124.4	-26.6	48.0	33.4
매출총이익률 (%)		59.1	72.4	58.6	63.5	64.0
영업이익률 (%)		37.2	55.0	38.3	44.3	48.0
지배순이익률 (%)		26.5	42.1	28.5	34.6	37.8
EBITDA 마진 (%)		50.5	65.9	50.8	53.9	55.1
ROIC		7.9	15.9	11.5	15.6	19.9
ROA		6.2	12.3	8.2	11.0	12.8
ROE		9.5	17.8	11.4	14.9	17.0
부채비율 (%)		37.4	34.5	30.3	26.3	26.0
순차입금/자기자본 (%)		19.6	3.4	-3.6	-11.9	-23.0
영업이익/금융비용 (배)		17.7	39.9	97.9	70.5	93.2

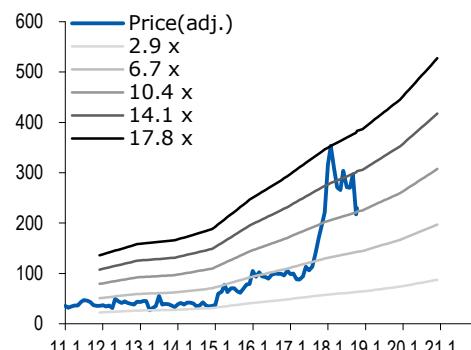
P/E band chart

(천원)



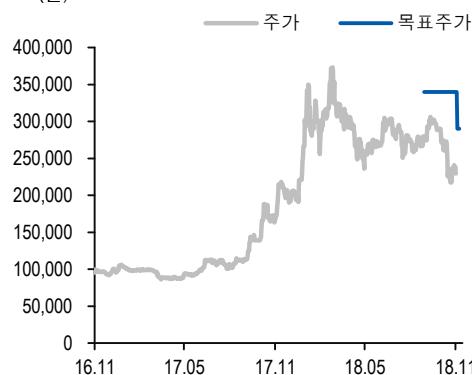
P/B band chart

(천원)



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-11-12	BUY	290,000	1년			
2018-09-06	BUY	340,000	1년	-21.58	-10.00	담당자 변경
2017-01-27			1년 경과 이후		89.62	-
2016-01-27	HOLD	102,783	1년	53.04		-

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-08

※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 배우자는 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 기준 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 투자 의사결정은 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.