



## Marketperform(Maintain)

목표주가: 210,000원

주가(2/25): 204,000원

시가총액: 255,941억원

## 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/22)		2,232.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	366,947원	195,500원
등락률	-44.41%	4.35%
수익률	절대	상대
1M	-2.2%	-4.6%
6M	-25.7%	-23.7%
1Y	-34.7%	-28.3%

## Company Data

발행주식수	125,461천주
일평균 거래량(3M)	915천주
외국인 지분율	19.54%
배당수익률(18E)	0.01%
BPS(18E)	21,417원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외
	22.89%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	6,706	9,491	9,821	11,200
보고영업이익	2,497	5,220	3,387	4,181
핵심영업이익	2,497	5,220	3,387	4,181
EBITDA	3,384	6,255	4,364	5,113
세전이익	2,293	5,057	3,177	4,045
순이익	1,805	4,007	2,536	3,228
지배주주지분순이익	1,780	3,994	2,618	3,333
EPS(원)	1,426	3,195	2,089	2,657
증감률(%YoY)	14.7	124.0	-34.6	27.1
PER(배)	72.6	68.0	106.5	83.8
PBR(배)	6.3	11.2	10.4	9.2
EV/EBITDA(배)	40.6	44.5	62.7	53.0
보고영업이익률(%)	37.2	55.0	34.5	37.3
핵심영업이익률(%)	37.2	55.0	34.5	37.3
ROE(%)	9.0	16.8	9.4	10.8
순부채비율(%)	18.3	3.2	-7.3	-15.5

## Price Trend



## 셀트리온 (068270)

## 한 번은 거쳐야 할 과정이었다



4분기 어닝 쇼크는 22일 셀트리온헬스케어 실적발표로 어느 정도 예상하고 있었습니다. 셀트리온헬스케어와 단가 조정 주기 변경으로 2개년치가 한꺼번에 반영되었고, 1공장 증설로 인한 섯 다운 영향 등 일화성 요인이 있었습니다. 올해부터는 분기별로 탄력적인 단가 조정과 2월초 1공장 가동 시작, 중하순 램시마SC 물량 출하 및 트룩시마-허쥬마 미국 출시로 인한 실적 개선을 기대해봅니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q18 실적 기대치 하회

4Q18 연결 매출액 2,426(YoY -11.6%), 영업이익 440억원(YoY -71.5%, OPM 18%)로 시장 기대치 각각 -3%, -43% 하회하였다. 4분기 동사의 원가율은 56.9%로 전년동기 대비 +33.2%p나 증가하였다. 주 요인으로 1) 1공장 섯 다운 영향, 2) 셀트리온헬스케어와 단가 조정 주기 변경, 3) 1공장 증설 투입되는 인력 350~400명 채용으로 인건비 상승 등이 있었다.

1) 공장 섯다운 : '18.10월부터 약 4개월간 1공장 증설(기존 5만L → 10만L)을 위해 1공장 가동 중단됨. '19.2월부터 생산 가동 시작. 2Q19부터 1공장 가동에 따른 실적 회복 전망

2) 셀트리온헬스케어와 단가 조정 주기 변경 : 연 1회 → 분기 1회로 변경 계약 체결. '18.11월 탄력적인 시장 가격 반영을 위해 공급단가 조정을 기존 연 1회에서 분기 1회로 변경하면서 2개년치('17년, '18년) 공급단가 조정 반영됨. '19년은 2개년치 반영 이슈가 없고, 램시마 가격 하락이 바닥을 다지는 등 '18년과 같은 영향 적을 것으로 보임

## &gt;&gt;&gt; '19년 기저효과, '20년 실적 본격 개선 기대

'19년 매출액은 1조 1,200억원(YoY +14.0%), 영업이익은 4,181억원(YoY +23.5%, OPM 37.3%)가 전망된다. 실적은 2분기 1공장 가동으로 인해 개선되기 시작해 중하순 램시마SC 공급물량 셀트리온헬스케어향 출하되면서 하반기 개선 및 기저효과가 기대된다. '20년에는 상대적으로 단가가 높은 램시마SC의 유럽, 트룩시마와 허쥬마의 미국 출시로 인해 매출액 1.5조원(YoY +35.4%) 영업이익 6,059억원(YoY +44.9%, OPM 40%)가 기대된다.

실적 추정치를 '19년, '20년 EPS 각각 -12%, -11% 하향 조정하였고, 올해 출시가 예상되는 램시마SC의 신약가치를 제외하였다. 올해 하반기 단가 높은 3개 제품의 출시가 실적 개선에 본격 기여할 것으로 예상되는 '20년 EPS를 현재가치로 할인하여 과거 5개년 평균 PER 70배를 적용하여 목표주가를 산정하였다. 이에 따라 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 21만원 하향한다.

## 셀트리온 분기 실적 요약

구 분	(단위, 십억원)					
	4Q18A	컨센서스	차이	2019E	컨센서스	차이
매출액	242.6	249.5	-3%	1,120.0	1,209.1	-7.4%
yoy	-11.6%	-9.0%		14.0%	23.1%	
영업이익	44.0	76.6	-43%	418.1	455.3	-8.2%
yoy	-71.5%	-50.5%		23.5%	34.4%	
OPM	18.1%	30.7%		37.3%	37.7%	
지배주주순이익	44.0	49.6	-11%	333.3	374.7	-11.0%

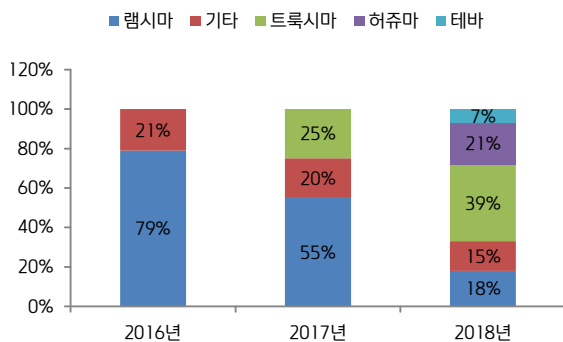
자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

## 목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)		
구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	254,239	'20년 EPS 현재가치로 할인 * 5개년 평균 PER ('14~'18년)
② 비영업가치	8,242	
관계기업		
- 셀트리온제약	8,242	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(155)	
④ 유통 주식 수	123,836	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	262,636	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	210,000	

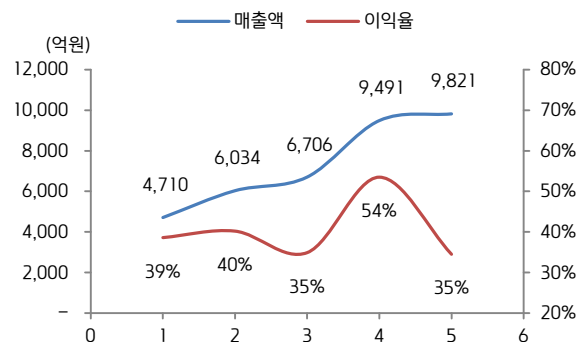
자료: 키움증권 리서치

## 매출 비중 추이



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

## 매출 추이와 이익율



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	6,706	9,491	9,821	11,200	15,162
매출원가	2,740	2,620	4,329	4,747	6,190
매출총이익	3,966	6,871	5,492	6,454	8,972
판매비및일반관리비	1,469	1,651	2,105	2,272	2,913
영업이익(보고)	2,497	5,220	3,387	4,181	6,059
영업이익(핵심)	2,497	5,220	3,387	4,181	6,059
영업외손익	-204	-163	-210	-137	-116
이자수익	32	47	16	27	50
배당금수익	0	8	0	0	0
외환이익	74	74	0	0	0
이자비용	141	131	150	142	135
외환손실	69	161	0	0	0
관계기업지분손익	6	20	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-1	0	0	0
기타	-106	-20	-76	-22	-30
법인세차감전이익	2,293	5,057	3,177	4,045	5,943
법인세비용	489	1,050	642	817	1,200
유효법인세율 (%)	21.3%	20.8%	20.2%	20.2%	20.2%
당기순이익	1,805	4,007	2,536	3,228	4,743
지배주주지분순이익(억원)	1,780	3,994	2,618	3,333	4,898
EBITDA	3,384	6,255	4,364	5,113	6,948
현금순이익(Cash Earnings)	2,691	5,043	3,513	4,159	5,632
수정당기순이익	1,805	4,007	2,536	3,228	4,743
증감율(% YoY)					
매출액	11.1	41.5	3.5	14.0	35.4
영업이익(보고)	-3.6	109.1	-35.1	23.5	44.9
영업이익(핵심)	-3.6	109.1	-35.1	23.5	44.9
EBITDA	-0.8	84.9	-30.2	17.2	35.9
지배주주지분 당기순이익	15.5	124.4	-34.4	27.3	46.9
EPS	14.7	124.0	-34.6	27.1	46.9
수정순이익	13.7	122.0	-36.7	27.3	46.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	12,541	16,151	19,525	23,762	30,060
현금및현금성자산	2,684	4,192	7,047	9,652	11,592
유동금융자산	76	1,389	1,438	1,639	2,219
매출채권및유동채권	7,840	8,548	8,845	10,087	13,656
재고자산	1,848	2,006	2,178	2,364	2,567
기타유동비금융자산	93	16	17	19	26
비유동자산	17,679	18,436	17,688	17,011	16,460
장기매출채권및기타비유동채권	130	143	148	169	228
투자자산	219	332	346	370	437
유형자산	8,679	8,442	8,279	8,124	7,975
무형자산	8,483	9,519	8,914	8,349	7,819
기타비유동자산	168	0	0	0	0
자산총계	30,219	34,587	37,212	40,773	46,520
유동부채	6,103	6,168	6,237	6,528	7,363
매입채무및기타유동채무	953	1,367	1,414	1,613	2,183
단기차입금	3,440	3,230	3,230	3,230	3,230
유동성장기차입금	1,270	939	939	939	939
기타유동부채	439	633	655	747	1,011
비유동부채	2,127	2,704	2,720	2,787	2,980
장기매입채무및비유동채무	10	122	126	144	195
사채및장기차입금	2,080	2,241	2,241	2,241	2,241
기타비유동부채	38	341	353	402	544
부채총계	8,230	8,871	8,957	9,315	10,343
자본금	1,166	1,227	1,255	1,255	1,255
주식발행초과금	7,294	7,417	7,417	7,417	7,417
이익잉여금	11,687	15,622	18,218	21,527	26,400
기타자본	389	-21	-21	-21	-21
지배주주지분자본총계	20,536	24,246	26,869	30,178	35,052
비지배주주지분자본총계	1,453	1,470	1,386	1,280	1,125
자본총계	21,990	25,716	28,255	31,458	36,177
순차입금	4,030	828	-2,076	-4,882	-7,402
총차입금	6,789	6,409	6,409	6,409	6,409

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,509	5,166	3,132	3,016	2,680
당기순이익	1,805	4,007	2,536	3,228	4,743
감가상각비	399	390	373	366	359
무형자산상각비	487	645	604	566	530
외환손익	-8	88	0	0	0
자산처분손익	157	0	0	0	0
지분법손익	-6	-25	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-736	-695	-401	-1,144	-2,952
기타	410	755	20	0	0
투자활동현금흐름	-1,625	-2,643	-264	-435	-858
투자자산의 처분	17	-1,481	-54	-225	-648
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-141	-210	-210	-210	-210
무형자산의 처분	-1,640	-1,063	0	0	0
기타	138	111	0	0	0
재무활동현금흐름	287	-963	-13	25	117
단기차입금의 증가	476	-353	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	79	100	0	0	0
배당금지급	0	0	-24	-25	-25
기타	-268	-710	12	50	142
현금및현금성자산의순증가	1,185	1,508	2,855	2,605	1,940
기초현금및현금성자산	1,499	2,684	4,192	7,047	9,652
기말현금및현금성자산	2,684	4,192	7,047	9,652	11,592
Gross Cash Flow	3,245	5,861	3,533	4,159	5,632
Op Free Cash Flow	334	3,204	3,069	2,915	2,563

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,426	3,195	2,089	2,657	3,904
BPS	16,447	19,380	21,417	24,055	27,939
주당EBITDA	2,711	5,004	3,482	4,075	5,538
CFPS	2,156	4,034	2,803	3,315	4,489
DPS	50	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	72.6	68.0	106.5	83.8	57.0
PBR	6.3	11.2	10.4	9.2	8.0
EV/EBITDA	40.6	44.5	62.7	53.0	38.6
PCFR	48.0	53.9	79.4	67.1	49.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	37.2	55.0	34.5	37.3	40.0
영업이익률(핵심)	37.2	55.0	34.5	37.3	40.0
EBITDA margin	50.5	65.9	44.4	45.7	45.8
순이익률	26.9	42.2	25.8	28.8	31.3
자기자본이익률(ROE)	9.0	16.8	9.4	10.8	14.0
투자자본이익률(ROIC)	7.9	15.9	10.3	12.7	17.4
안정성(%)					
부채비율	37.4	34.5	31.7	29.6	28.6
순차입금비율	18.3	3.2	-7.3	-15.5	-20.5
이자보상배율(배)	17.7	39.9	22.6	29.4	44.9
활동성(배)					
매출채권회전율	0.9	1.2	1.1	1.2	1.3
재고자산회전율	3.2	4.9	4.7	4.9	6.1
매입채무회전율	7.7	8.2	7.1	7.4	8.0

## Compliance Notice

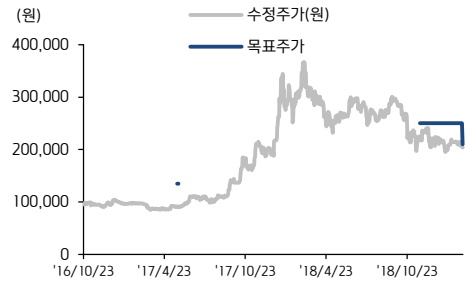
- 당사는 2월 25일 현재 '셀트리온' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2017-05-22	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	63.62	171.81
(068270)	2018-11-21	Marketperform (Reinitiate)	250,000원	6개월	-10.81	-3.52
담당자변경	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	250,000원	6개월	-13.43	-3.52
	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	210,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%