

셀트리온

HOLD(하향)

068270 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	200,000원	현재주가(02/25)	204,000원	Up/Downside	-2.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2019. 02. 26

불가피한 약가인하의 연쇄효과

News

시장기대치를 하회하는 영업이익 기록: 셀트리온은 연결기준 4Q18 매출액 2,426억원(-11.6%YoY), 영업이익 440억원(-71.5%YoY)로 시장기대치를 하회했다. 영업이익률은 18.1%로 전년대비 38.3%p 하락했다. 4Q18의 영향으로 연간기준 매출액은 9,821억원(+3.5%YoY), 영업이익은 3,387억원(-33.3%YoY)을 기록했다.

Comment

단가 조정 및 공장 증설로 조업도 손실 반영: 실적 부진의 원인은 바이오시밀러 시장판매가격 하락에 의한 단가조정과 증설을 위해 19년 1월까지 4개월간 공장 가동을 중단하면서 조업도 손실이 반영됐기 때문이다. 1Q18~3Q18의 단가 인하에 따른 조정금액이 4Q18에 일시 반영되었으며, 증설 설비 가동을 위한 사전 인력충원도 영업이익 하락의 원인으로 작용했다.

Capacity 확보 계획: 셀트리온은 기존 5만리터 규모의 1공장 증설로 5만리터 설비를 추가했고, 2공장 9만리터를 포함하여 자체 19만리터 규모의 생산설비를 확보했다. 해외 위탁업체의 8만리터 계약을 포함하면 총 27만리터로 3공장의 12만리터를 포함하여 향후 4조원 매출액에 대비하는 총 39만리터 규모의 생산설비 확보를 계획 중이다. 19년 목표 매출 구성은 연내 유럽허가가 기대되는 램시마SC 30%, 트룩시마 30%, 허주마 10%, CMO를 포함한 기타 30%로 계획되어 있다.

램시마SC에 거는 기대가 크다: 정맥주사(M)로 사용하던 레미케이드의 피하주사(SC)형을 개발함에 따라 기존 치료방법의 내성을 극복하는 치료조합으로 활용될 수 있다. 유럽은 4Q19 허가예정이며 미국은 신약의 허가기준에 따라 임상1상과 3상을 동시에 진행중이다.

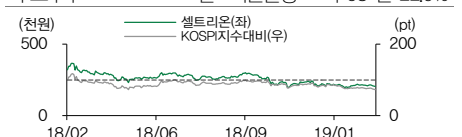
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	671	949	982	1,228	1,596
(증가율)	11.1	41.5	3.5	25.0	30.0
영업이익	250	522	339	468	664
(증가율)	-3.6	109.1	-35.1	38.1	42.1
지배주주순이익	178	399	250	350	507
EPS	1,399	3,132	1,958	2,736	3,963
PER (H/L)	84.6/55.3	70.8/26.9	113.6	74.6	51.5
PBR (H/L)	7.3/4.8	11.7/4.4	10.6	8.6	7.4
EV/EBITDA (H/L)	41.7/31.3	44.0/16.8	63.2	44.8	32.8
영업이익률	37.2	55.0	34.5	38.1	41.6
ROE	9.5	17.8	9.8	12.3	15.4

Stock Data

52주 최저/최고	195,500/366,947원
KOSDAQ /KOSPI	750/2,233pt
시가총액	255,941억원
60일-평균거래량	915,292
외국인지분율	19.5%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	셀트리온홀딩스 외 58인 22.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.2	-6.0	-34.7
상대기준	-4.6	-13.4	-28.3

 Action

연간 실적 전망치 조정, 목표주가 200,000원, 투자의견 Hold로 하향: 실적 추정치 변경에 따라 2021년 EPS를 기존추정 대비 43.6% 하향 조정하고 목표주가를 200,000원으로 변경했다. 셀트리온헬스케어의 유통구조 개선을 위한 계약변경이 확정되고, 증설된 1공장 시설 가동이 개시되는 하반기까지 실적 개선 추이를 지켜볼 필요가 있기 때문에 투자의견을 Hold로 하향한다.

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,254	1,615	1,920	2,367	2,957
현금및현금성자산	268	419	590	868	1,349
매출채권및기타채권	761	831	895	1,025	1,065
재고자산	185	201	274	314	385
비유동자산	1,768	1,844	1,793	1,724	1,670
유형자산	868	844	858	849	851
무형자산	848	952	887	827	771
투자자산	22	33	33	33	33
자산총계	3,022	3,459	3,713	4,091	4,627
유동부채	610	617	618	641	669
매입채무및기타채무	79	104	109	133	160
단기차입금및단기차대	344	323	323	323	323
유동상장기부채	127	94	94	94	94
비유동부채	213	270	270	270	270
사채및장기차입금	208	224	224	224	224
부채총계	823	887	888	911	939
자본금	117	123	128	133	135
자본잉여금	748	761	761	761	761
이익잉여금	1,169	1,562	1,810	2,158	2,662
비지배주주지분	145	147	148	149	151
자본총계	2,199	2,572	2,826	3,179	3,688

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	251	517	221	305	522
당기순이익	180	401	251	351	509
현금유출이없는비용및수익	189	225	167	191	226
유형및무형자산상각비	89	104	104	99	95
영업관련자산부채변동	-74	-70	-134	-145	-82
매출채권및기타채권의감소	-96	-68	-63	-130	-41
재고자산의감소	5	-53	-73	-41	-71
매입채무및기타채무의증가	16	0	5	24	28
투자활동현금흐름	-162	-264	-53	-30	-41
CAPEX	-14	-21	-54	-30	-42
투자자산의순증	2	-9	0	0	0
재무활동현금흐름	29	-96	3	2	0
사채및차입금의 증가	-132	-38	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	100	13	3	2	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-5	0	0	0
현금의증가	118	151	171	278	481
기초현금	150	268	419	590	868
기말현금	268	419	590	868	1,349

자료: 셀트리온 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	671	949	982	1,228	1,596
매출원가	274	262	433	516	638
매출총이익	397	687	549	712	958
판매비	147	165	211	245	293
영업이익	250	522	339	468	664
EBITDA	338	626	443	567	760
영업외손익	-20	-16	-25	-25	-25
금융손익	-10	-17	0	0	0
투자손익	1	3	0	0	0
기타영업외손익	-11	-2	-25	-25	-25
세전이익	229	506	314	443	640
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	180	401	251	351	509
자배주주지분순이익	178	399	250	350	507
비지배주주지분순이익	2	1	1	1	2
총포괄이익	178	403	251	351	509
증감률(%YoY)					
매출액	11.1	41.5	3.5	25.0	30.0
영업이익	-3.6	109.1	-35.1	38.1	42.1
EPS	13.2	123.9	-37.5	39.7	44.9

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	1,399	3,132	1,958	2,736	3,963
BPS	16,127	19,002	20,928	23,682	27,645
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	73.9	69.3	113.6	74.6	51.5
P/B	6.4	11.4	10.6	8.6	7.4
EV/EBITDA	38.6	43.7	63.2	44.8	32.8
수익성(%)					
영업이익률	37.2	55.0	34.5	38.1	41.6
EBITDA마진	50.5	65.9	45.1	46.2	47.6
순이익률	26.9	42.2	25.6	28.6	31.9
ROE	9.5	17.8	9.8	12.3	15.4
ROA	6.3	12.4	7.0	9.0	11.7
ROIC	7.9	15.8	10.0	13.3	18.6
안정성및기타					
부채비율(%)	37.4	34.5	31.4	28.7	25.5
이자보상배율(배)	17.7	39.9	0.0	0.0	0.0
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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 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 투자자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

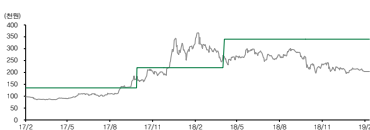
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자자의견은 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 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	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	-25.4 -10.0				
19/02/26	Hold	200,000	-				

주: *표는 담당자 변경