

# 셀트리온 (068270)

## 제약/바이오

### 서미화



Ph. D  
02 3770 5595  
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>250,000원 (D)</b>
현재주가 (5/8)	<b>205,500원</b>
상승여력	<b>22%</b>

시가총액	262,944억원
총발행주식수	127,953,489주
60일 평균 거래대금	1,043억원
60일 평균 거래량	511,709주
52주 고	300,632원
52주 저	180,500원
외인지분율	20.26%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 59인 22.89%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.1	(4.4)	(11.4)
상대	7.2	(4.0)	0.2
절대(달러환산)	2.9	(8.1)	(18.4)

## 1Q19 Review: Floor Price로 지킨 영업이익

### 1Q19 Review: Floor Price로 지킨 영업이익

연결기준, 1분기 매출액 2,217억원(YoY -9.5%), 영업이익 774억원(YoY -32.9%)을 기록하였다. 컨센서스 대비 영업이익은 15.9% 상회하였다. 1월 1공장 섯다운완료로 2월부터 기존 1공장 가동이 시작되며 매출 및 영업이익이 개선되었다. 1공장 부분 가동에 따른 생산량이 감소하였으나, 유럽형 바이오시밀러(2018년말 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 57%, 트룩시마 36%, 허쥬마 10%)의 영향으로 안정적 매출이 발생되었다. 매출비중은 램시마SC(레미케이드 바이오시밀러 피하주사형, 자가면역질환치료제) 23%, 트룩시마(리툭산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 33%, 허쥬마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 22%, 기타(용역매출, 자회사매출 등) 23%이다. 영업이익은 유통 파트너사들과의 계약 조정, Floor Price 관리 등으로 시장 가격 안정화 되며, 1분기 경우에는 이전가격 조정 및 정산이 발생하지 않았다. 개별기준으로는 매출액 1,915억원(YoY -13.1%), 영업이익 759억원(YoY -33.7%)을 기록하였다.

### 공장 정상화, 제품믹스로 영업이익 개선

1공장 증설에 따른 섯다운은 마무리되었으며, 4분기까지 추가 증설된 1공장까지 풀가동이 예상되어 작년 보다 증가된 매출을 기대할 수 있을 것으로 보인다. 1분기 셀트리온헬스케어는 연내 램시마SC 유럽 최종 허가를 앞두고 판매 준비를 위한 사전 물량을 확보하였다. 램시마 SC뿐만 아니라 트룩시마, 허쥬마의 미국 런칭도 준비 중이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 25만원 제시

2020년 영업이익 추정치를 기존대비 17.2% 하향조정 함에 따라 목표주가를 29만원에서 25만원으로 하향조정하였다. 램시마SC는 유럽 4Q19 미국은 2022년 승인이 예상된다. 램시마SC는 기존 병원에서 2시간투여하던 IV제형을 2분간 집에서 투여할 수 있도록 제형을 변경하여 환자의 편의성을 증대시킨 제품으로 신규환자 유입 및 타 SC제형으로의 기존환자 이탈을 방지할 수 있다는 점에서 그 가치가 높다고 할 수 있다. 안정적인 M/S를 확보하게되면 기존 바이오시밀러 대비 더 나은 수준의 이익성장이 가능할 것으로 보인다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,217	-9.5	-8.6	2,117	4.7
영업이익	774	-33.6	75.8	667	15.9
세전계속사업이익	815	-29.3	90.5	717	13.7
지배순이익	663	-20.6	50.7	547	21.2
영업이익률 (%)	34.9	-12.6 %pt	+16.8 %pt	31.5	+3.4 %pt
지배순이익률 (%)	29.9	-4.2 %pt	+11.8 %pt	25.8	+4.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	9,491	9,821	11,057	12,671
영업이익	5,078	3,387	3,885	4,441
지배순이익	3,825	2,618	3,376	3,955
PER	40.3	132.4	77.9	66.5
PBR	6.6	13.6	9.1	8.0
EV/EBITDA	25.4	74.0	50.9	46.2
ROE	17.5	10.8	12.5	12.9

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	1Q19	QoQ	4Q18	YoY	1Q18
매출액	2,217	-8.6%	2,426	-9.5%	2,450
영업이익	774	75.8%	440	-32.9%	1,153
세전이익	814	90.2%	428	-28.4%	1,137
당기순이익	630	68.8%	373	-22.7%	815

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,450	2,634	2,311	2,426	2,217	2,897	2,642	3,301	9,821	11,057	12,671
YoY	24.6%	7.0%	-0.4%	-11.6%	-9.5%	10.0%	14.3%	36.1%	3.5%	12.6%	14.6%
영업이익	1,165	1,082	700	440	774	1,058	964	1,089	3,387	3,885	4,441
YoY	30.3%	-21.8%	-50.0%	-68.6%	-33.6%	-2.3%	37.7%	147.6%	-33.3%	14.7%	14.3%
영업이익률	47.5%	41.1%	30.3%	18.1%	34.9%	36.5%	36.5%	33.0%	34.5%	35.1%	35.1%
세전순이익	1,153	927	669	428	814	1,065	985	1,100	3,177	3,964	4,597
YoY	43.7%	-34.1%	-52.1%	-67.3%	-29.4%	14.9%	47.2%	157.0%	-35.4%	24.8%	16.0%
당기순이익	832	830	500	373	630	852	788	880	2,536	3,151	3,678
YoY	24.1%	-28.0%	-56.1%	-58.4%	-24.3%	2.7%	57.6%	135.6%	-34.3%	24.3%	16.7%

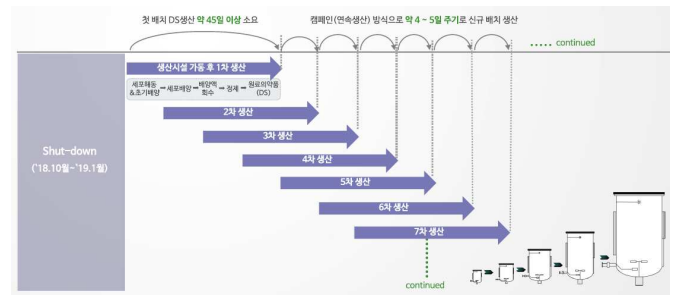
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 공장 가동 Capacity 추이



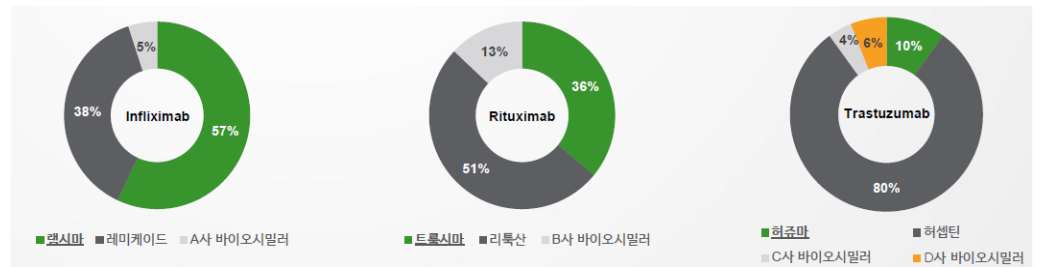
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 공장 재가동 후 생산 프로세스



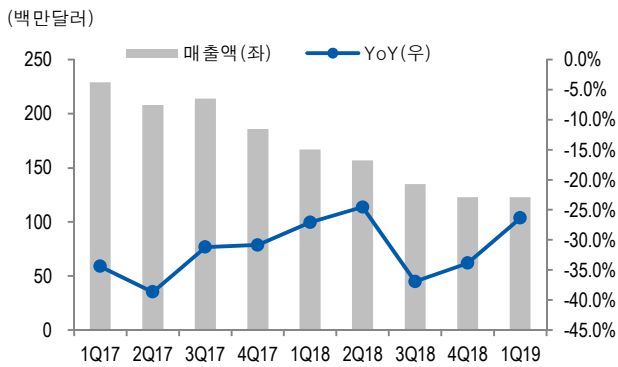
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2018 년말)



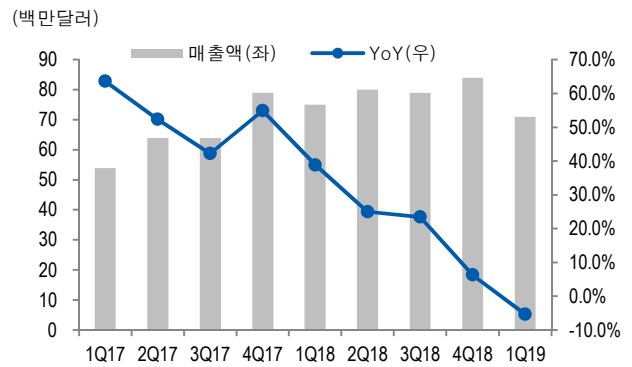
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Merck의 유럽 Remicade 매출 추이



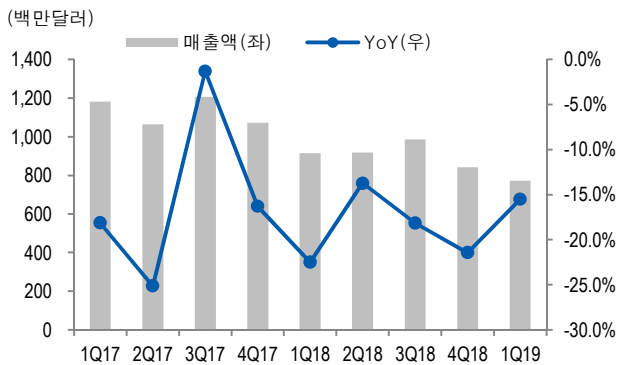
자료: Merck, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Pfizer의 유럽 Remsima 매출 추이



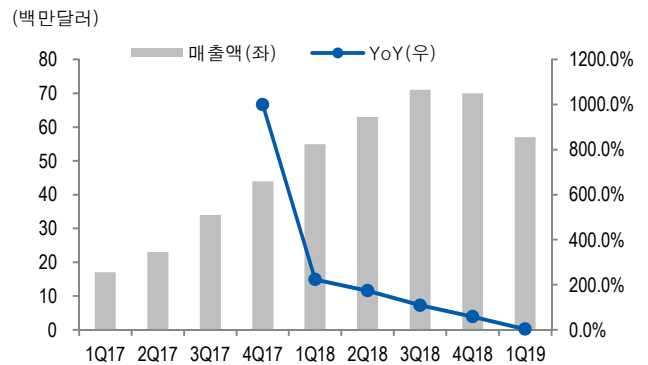
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 미국 Remicade 매출 추이



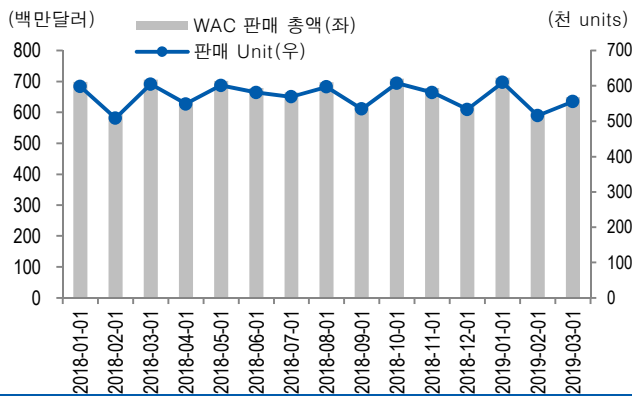
자료: J&amp;J, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 미국 Inflectra 매출 추이



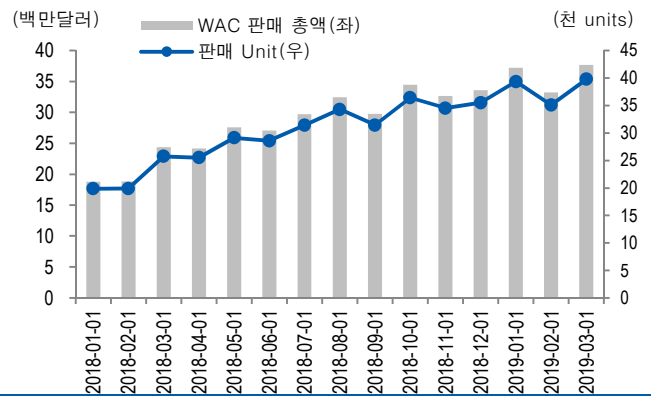
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] Remicade 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] Inflectra 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	9,491	9,821	11,057	12,671	14,277
매출원가	2,545	4,329	4,695	5,413	5,996
매출총이익	6,946	5,492	6,362	7,258	8,281
판매비	1,868	2,105	2,477	2,817	3,141
영업이익	5,078	3,387	3,885	4,441	5,140
EBITDA	6,058	4,655	5,164	5,621	6,199
영업외손익	-163	-210	81	156	294
외환관련손익	-87	13	41	41	41
이자손익	-98	-34	-6	94	231
관계기업관련손익	25	-5	21	21	21
기타	-4	-183	24	0	0
법인세비용차감전순이익	4,915	3,177	3,966	4,597	5,433
법인세비용	1,053	642	814	919	1,087
계속사업순이익	3,862	2,536	3,151	3,678	4,347
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,862	2,536	3,151	3,678	4,347
지배지분순이익	3,825	2,618	3,376	3,955	4,675
포괄순이익	3,884	2,556	3,151	3,678	4,347
지배지분포괄이익	3,847	2,638	3,418	4,009	4,738

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	16,140	16,645	21,582	26,777	33,044
현금및현금성자산	4,192	4,105	6,481	9,641	13,941
매출채권 및 기타채권	8,314	9,318	12,357	14,020	15,641
재고자산	1,995	1,631	2,362	2,733	3,079
비유동자산	17,015	18,761	17,576	16,626	15,798
유형자산	8,442	8,814	8,683	8,513	8,346
관계기업 등 자본관련자산	170	280	301	322	343
기타투자자산	162	190	0	0	0
자산총계	33,155	35,406	39,158	43,403	48,842
유동부채	6,168	6,781	6,945	7,041	7,805
매입채무 및 기타채무	1,045	1,571	1,735	1,831	2,595
단기차입금	3,230	2,585	2,585	2,585	2,585
유동성장기부채	939	1,550	1,550	1,550	1,550
비유동부채	2,668	2,298	2,298	2,298	2,298
장기차입금	2,241	1,031	1,031	1,031	1,031
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,836	9,078	9,243	9,338	10,102
지배지분	23,089	25,240	28,590	32,545	37,220
자본금	1,227	1,255	1,280	1,280	1,280
자본잉여금	7,576	7,766	7,766	7,766	7,766
이익잉여금	14,497	17,018	20,394	24,349	29,024
비지배지분	1,230	1,088	1,325	1,520	1,520
자본총계	24,319	26,328	29,915	34,065	38,740
순차입금	828	-146	-1,317	-4,477	-8,777
총차입금	6,409	5,166	5,166	5,166	5,166

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,975	3,821	1,035	3,115	4,400
당기순이익	3,862	2,536	3,151	3,678	4,347
감가상각비	415	411	394	380	377
외환손익	88	-3	-41	-41	-41
종속, 관계기업 관련손익	-25	5	-21	-21	-21
자산부채의 증감	-689	-114	-3,566	-1,916	-1,179
기타현금흐름	1,324	986	1,118	1,036	918
투자활동 현금흐름	-2,451	-1,931	921	-225	-225
투자자산	-96	-130	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-794	-263	-210	-210
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	-2,145	-1,010	1,184	-15	-15
재무활동 현금흐름	-963	-1,981	-1,353	-1,396	-1,396
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	100	146	25	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,063	-2,127	-1,378	-1,396	-1,396
연결범위변동 등 기타	-53	5	1,772	1,667	1,522
현금의 증감	1,508	-87	2,376	3,160	4,300
기초 현금	2,684	4,192	4,105	6,481	9,641
기말 현금	4,192	4,105	6,481	9,641	13,941
NOPLAT	5,078	3,387	3,885	4,441	5,140
FCF	4,070	3,062	538	2,607	3,782

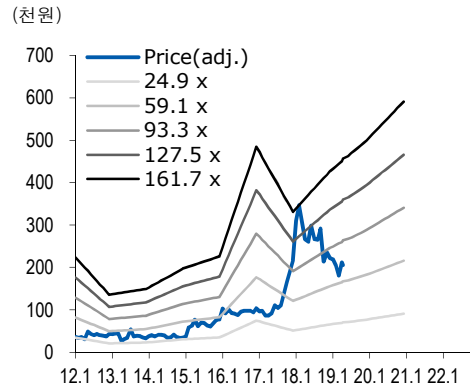
자료: 유안타증권

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

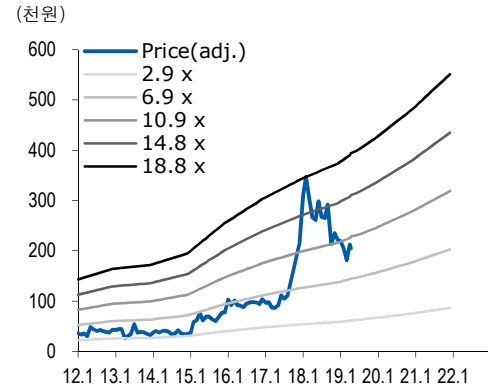
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,998	2,046	2,638	3,091	3,653
BPS	18,180	19,862	22,531	25,648	29,332
EBITDAPS	4,942	3,714	4,036	4,393	4,845
SPS	7,444	7,684	8,641	9,903	11,158
DPS	0	0	0	0	0
PER	40.3	132.4	77.9	66.5	56.2
PBR	6.6	13.6	9.1	8.0	7.0
EV/EBITDA	25.4	74.0	50.9	46.2	41.2
PSR	16.2	35.3	23.8	20.8	18.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	41.5	3.5	12.6	14.6	12.7
영업이익 증가율 (%)	103.4	-33.3	14.7	14.3	15.7
지배순이익 증가율 (%)	114.9	-31.5	28.9	17.2	18.2
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	57.5	57.3	58.0
영업이익률 (%)	53.5	34.5	35.1	35.1	36.0
자본이익률 (%)	40.3	26.7	30.5	31.2	32.7
EBITDA 마진 (%)	63.8	47.4	46.7	44.4	43.4
ROIC	15.8	10.4	11.0	11.9	13.5
ROA	12.1	7.6	9.1	9.6	10.1
ROE	17.5	10.8	12.5	12.9	13.4
부채비율 (%)	36.3	34.5	30.9	27.4	26.1
순차입금/자기자본 (%)	3.6	-0.6	-4.6	-13.8	-23.6
영업이익/금융비용 (배)	35.1	23.8	19.6	20.6	23.9

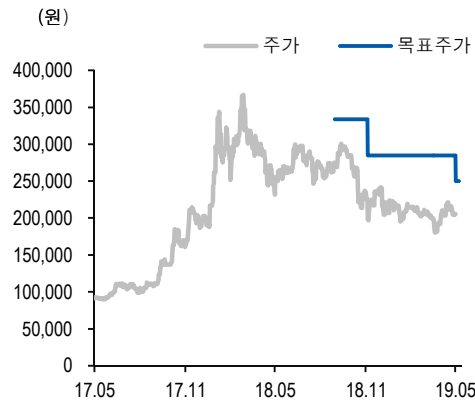
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-09	BUY	250,000	1년		
2018-11-12	BUY	284,912	1년	-25.94	-15.34
2018-09-06	BUY	334,035	1년	-21.58	-10.00
	담당자 변경				
2017-05-31	1년 경과 이후		1년	115.80	-
2016-05-31	HOLD	100,980	1년	61.56	-

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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-06

※ 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 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.