



Outperform(Maintain)

목표주가: 200,000원
주가(7/17): 184,500원

시가총액: 236,767억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/16)		2,072.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	300,632원	174,000원
등락률	-38.6%	6.0%
수익률	절대	상대
1M	-10.0%	-9.2%
6M	-5.6%	-4.1%
1Y	-36.4%	-29.6%

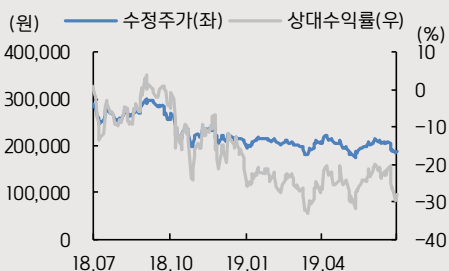
Company Data

발행주식수	128,329천주
일평균 거래량(3M)	506천주
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(2019E)	0.0%
BPS(2019E)	22,123원
주요 주주	셀트리온홀딩스외
	22.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	949.1	982.1	1,049.3	1,366.2
영업이익	507.8	338.7	379.5	533.3
EBITDA	605.8	465.5	516.1	656.5
세전이익	491.5	317.7	387.7	551.4
순이익	386.2	253.6	309.4	440.0
지배주주지분순이익	382.5	261.8	312.5	435.6
EPS(원)	3,000	2,049	2,438	3,395
증감률(%, YoY)	114.4	-31.7	19.0	39.3
PER(배)	72.4	108.6	77.3	55.5
PBR(배)	12.00	11.28	8.52	7.39
EV/EBITDA(배)	45.1	60.2	46.2	35.8
영업이익률(%)	53.5	34.5	36.2	39.0
ROE(%)	17.5	10.8	11.7	14.3
순차입금비율(%)	3.4	-0.6	-15.7	-24.4

Price Trend



실적 Preview

셀트리온 (068270)

2분기 예상된 부진



2분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상되지만, 이달 들어 컨센서스가 하향 조정되며 주가에 이미 반영되고 있는 것으로 보입니다. 4분기 램시마 SC의 유럽 승인과 미국 트룩시마와 허쥬마의 출시가 예상되어 올해보다는 내년 실적 개선 기여가 클 것으로 기대됩니다.

>>> 2Q19 기대치 소폭 하회 전망

2Q19 연결 매출액은 2,284억원(YoY -13.3%), 영업이익은 881억원(YoY -18.6%, OPM 38.6%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익을 각각 -12%, -6% 하회할 것으로 예상된다. 2분기 품목별 매출액은 램시마SC 600억원, 트룩시마 660억원, 허쥬마 397억원 등으로 추정된다. 램시마SC의 물량 증가와 지난 1분기 1공장을 부분 가동하였으나, 2분기 정상 가동으로 비효율성 제고되어 전분기 대비 영업이익율 개선(35% → 39%)되었을 것으로 추측된다.

>>> 3개 제품의 출시와 4분기 실적 기대

4Q19 트룩시마와 허쥬마의 미국 출시 및 연말 램시마SC의 유럽 허가 및 '20년 출시가 예상되기 때문에 단가 인상 효과로 실적 개선을 기대해 볼 수 있다. 램시마SC는 직판체제의 성공 시험대가 될 것으로 보여 출시 후 판매 데이터가 관전 포인트다.

트룩시마와 허쥬마의 미국 판매 파트너사는 테바로 미국 시밀러 시장 침투 속도가 관건이다. 램시마/인플렉트라의 미국 판매 파트너사는 화이자인데, 오리지널 업체의 리베이트 방어로 볼륨 기준 시밀러의 미국 시장 점유율이 10% 가량으로 추정되고 있다. 지난 2분기 실적 발표에서 램시마/인플렉트라 오리지널사 J&J는 레미케이드 미국 매출 \$801mn(yoy -12.7%, QoQ +3.5%)를 기록하며 여전히 탄탄한 방어력을 보이고 있다. 트룩시마의 후발 경쟁사로는 화이자의 PF-05280586이 올해 하반기 미국 최종 승인을 앞두고 있다. 램시마SC의 잠재 경쟁 품목으로 에브비의 휴미라와 다케다의 엔티비오(entvio)가 있다. 엔티비오는 SC 제형의 궤양성 대장염 및 크론병 적응증으로 유럽 EMA에 지난 '19.4월 허가신청서를 제출한 바 있다.

>>> 투자의견 유지, TP 20만원 하향

실적 추정치 등 하향 조정하여 목표주가를 20만원으로 하향한다. 다만, 하반기 램시마SC의 유럽 승인, 트룩시마와 허쥬마의 미국 출시 등으로 단가 인상 효과가 기대된다. '20년에는 허가 승인 및 추가 출시가 없기 때문에 램시마SC와 트룩시마·허쥬마의 미국 판매 데이터가 중요할 것으로 보인다.

실적 내용

(단위, 십억원)							
구 분	1Q19A	2Q19E	컨센서스	차이	2019	컨센서스	차이
매출액	221.7	228.4	259.8	-12%	1,049.3	1,145.4	-8.4%
yoy	-9.5%	-13.3%	-1.4%		6.8%	16.6%	
영업이익	77.4	88.1	93.5	-6%	379.5	416.3	-8.8%
yoy	-31.5%	-18.6%	-13.6%		12.1%	22.9%	
OPM	34.9%	38.6%	36.0%		36.2%	36.3%	
지배주주순이익	63.9	71.9	82.8	-13%	312.5	337.3	-7.3%
yoy	-23.4%	-14.4%	-1.4%		19.4%	28.8%	
NPM	28.8%	31.5%	31.9%		29.8%	29.4%	

자료: 키움증권 리서치

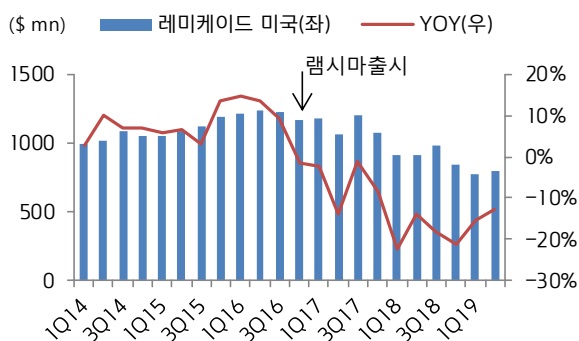
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	252,207	'20년 EPS 현재가치로 할인 * 3개년 평균 PER ('15~'18년)
② 비영업가치	6,912	
관계기업		
- 셀트리온제약	6,912	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(484)	
④ 유통 주식 수	126,822	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	259,602	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	200,000	

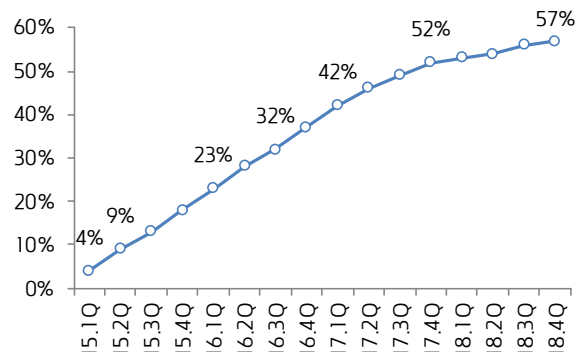
자료: 키움증권 리서치센터

미국 레미케이드 매출 추이



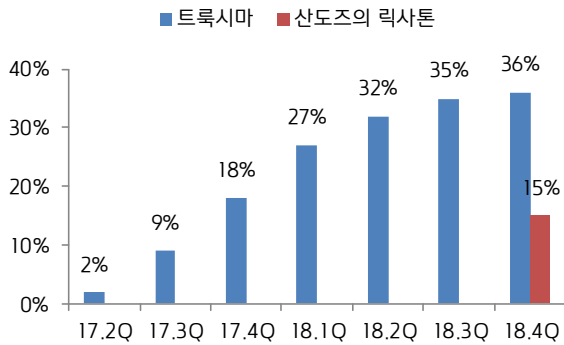
자료: J&J, 키움증권 리서치센터

램시마 유럽 점유율 추이



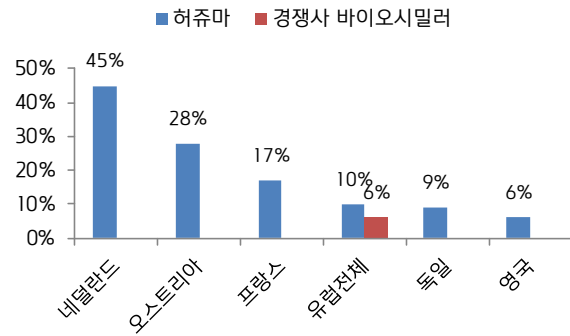
자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

트룩시마 유럽 점유율 추이



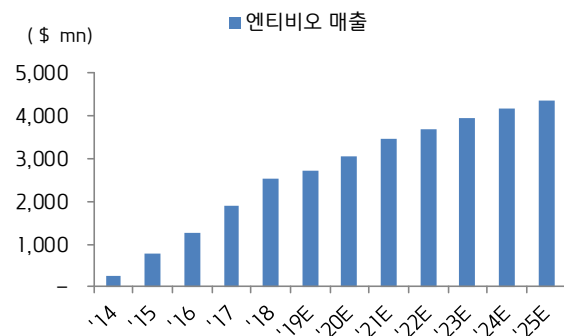
자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

허쥬마 유럽 점유율



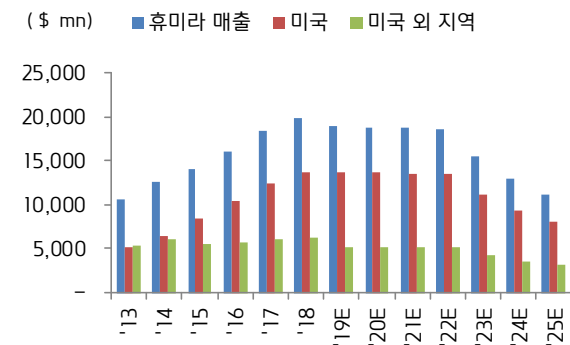
자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

엔티비오 매출 추이 및 전망



자료: GlobalData, 키움증권 리서치센터

휴미라 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	제품명	적응증	글로벌 시장규모 (억불)	US	EU
바이오시밀러	램시마 (CT-P13)	자가면역질환	90	허가(2016.4월)	허가(2013.9월)
	램시마 SC (CT-P13 SC)	자가면역질환	N/A	임상 3상 IND 신청 (2019.1Q)	허가신청 (2018.11월)
	트룩시마(CT-P10)	혈액암 등	69	허가 (2018.11월)	허가 (2017.02월)
	허쥬마(CT-P06)	유방암 등	60	허가 (2018.12월)	허가 (2018.02월)
	아바스틴 (CT-P16)	대장암 등	58	글로벌 임상 3상 진행 중	
	휴미라 (CT-P17)	자가면역질환	222	글로벌 임상 3상 진행 중	

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,049.3	1,366.2	1,519.4
매출원가	254.5	432.9	446.0	557.0	619.5
매출총이익	694.6	549.2	603.3	809.2	899.9
판관비	186.8	210.5	223.7	275.9	301.1
영업이익	507.8	338.7	379.5	533.3	598.8
EBITDA	605.8	465.5	516.1	656.5	710.0
영업외손익	-16.3	-21.0	8.2	18.1	31.4
이자수익	4.7	10.8	19.9	27.3	40.6
이자비용	14.5	14.2	14.2	14.2	14.2
외환관련이익	7.4	13.0	12.3	12.3	12.3
외환관련손실	16.1	11.7	11.3	11.3	11.3
종속 및 관계기업손익	2.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-0.3	-18.4	2.0	4.5	4.5
법인세차감전이익	491.5	317.7	387.7	551.4	630.2
법인세비용	105.3	64.2	78.3	111.3	127.3
계속사업손익	386.2	253.6	309.4	440.0	502.9
당기순이익	386.2	253.6	309.4	440.0	502.9
지배주주순이익	382.5	261.8	312.5	435.6	497.9
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.5	3.5	6.8	30.2	11.2
영업이익 증감율	103.4	-33.3	12.0	40.5	12.3
EBITDA 증감율	79.0	-23.2	10.9	27.2	8.1
지배주주순이익 증감율	114.9	-31.6	19.4	39.4	14.3
EPS 증감율	114.4	-31.7	19.0	39.3	14.3
매출총이익율(%)	73.2	55.9	57.5	59.2	59.2
영업이익율(%)	53.5	34.5	36.2	39.0	39.4
EBITDA Margin(%)	63.8	47.4	49.2	48.1	46.7
지배주주순이익율(%)	40.3	26.7	29.8	31.9	32.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,208.3	2,908.4	3,745.8
현금 및 현금성자산	419.2	410.5	874.8	1,251.5	1,917.4
단기금융자산	138.9	120.6	104.7	90.9	79.0
매출채권 및 기타채권	831.4	931.8	995.6	1,256.9	1,382.6
재고자산	199.5	163.1	174.3	218.6	227.9
기타유동자산	163.9	159.1	163.6	181.4	217.9
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,732.2	1,620.0	1,519.7
투자자산	33.2	47.0	39.7	50.6	61.6
유형자산	844.2	881.4	842.5	806.5	773.3
무형자산	809.8	922.3	824.7	737.5	659.5
기타비유동자산	14.3	25.4	25.3	25.4	25.3
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,940.5	4,528.4	5,265.6
유동부채	616.8	678.1	766.1	914.4	1,149.2
매입채무 및 기타채무	104.5	157.1	245.2	393.5	628.2
단기금융부채	416.8	413.6	413.6	413.6	413.6
기타유동부채	95.5	107.4	107.3	107.3	107.4
비유동부채	266.8	229.8	229.8	229.8	229.8
장기금융부채	224.1	103.1	103.1	103.1	103.1
기타비유동부채	42.7	126.7	126.7	126.7	126.7
부채총계	883.6	907.8	995.9	1,144.2	1,379.0
지배지분	2,308.9	2,524.0	2,839.0	3,274.1	3,771.5
자본금	122.7	125.5	128.3	128.3	128.3
자본잉여금	757.6	776.6	776.6	776.6	776.6
기타자본	-29.8	-89.8	-89.8	-89.8	-89.8
기타포괄손익누계액	8.7	10.0	12.0	14.1	16.1
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,011.8	2,444.9	2,940.2
비지배지분	123.0	108.8	105.7	110.1	115.1
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,944.6	3,384.2	3,886.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	439.2	375.1	666.1
당기순이익	386.2	253.6	309.4	440.0	502.9
비현금항목의 가감	219.3	216.4	209.9	222.2	212.8
유형자산감가상각비	41.5	41.1	38.9	36.0	33.2
무형자산감가상각비	56.5	85.7	97.6	87.3	78.0
지분법평가손익	2.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	119.3	90.1	73.9	99.4	102.1
영업활동자산부채증감	-68.9	-11.4	-7.5	-188.9	51.3
매출채권및기타채권의감소	-68.1	2.1	-63.8	-261.3	-125.8
재고자산의감소	-52.8	-0.3	-11.2	-44.3	-9.3
매입채무및기타채무의증가	0.0	-0.4	88.0	148.3	234.8
기타	52.0	-12.8	-20.5	-31.6	-48.4
기타현금흐름	-39.1	-76.5	-72.6	-98.2	-100.9
투자활동 현금흐름	-245.1	-193.1	30.4	10.0	8.2
유형자산의 취득	-21.0	-79.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-87.1	-125.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-8.8	-14.3	6.8	-11.5	-11.5
단기금융자산의감소(증가)	-131.3	18.3	15.9	13.8	12.0
기타	3.1	7.7	7.7	7.7	7.7
재무활동 현금흐름	-96.3	-198.1	-140.9	-143.7	-143.7
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	10.0	14.6	2.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-48.7	-69.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-57.6	-143.7	-143.8	-143.7	-143.7
기타현금흐름	-5.3	0.5	135.4	135.4	135.4
현금 및 현금성자산의 순증가	150.8	-8.7	464.2	376.7	665.9
기초현금 및 현금성자산	268.4	419.2	410.5	874.8	1,251.5
기말현금 및 현금성자산	419.2	410.5	874.8	1,251.5	1,917.4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,000	2,049	2,438	3,395	3,880
BPS	18,096	19,727	22,123	25,513	29,389
CFPS	4,749	3,677	4,050	5,160	5,577
DPS	20	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	72.4	108.6	77.3	55.5	48.6
PER(최고)	73.9	188.0	93.1		
PER(최저)	28.1	94.5	70.6		
PBR	12.00	11.28	8.52	7.39	6.41
PBR(최고)	12.25	19.52	10.26		
PBR(최저)	4.65	9.81	7.77		
PSR	29.18	28.96	23.03	17.71	15.92
PCFR	45.7	60.5	46.5	36.5	33.8
EV/EBITDA	45.1	60.2	46.2	35.8	32.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	12.2	7.4	8.3	10.4	10.3
ROE	17.5	10.8	11.7	14.3	14.1
ROIC	17.4	10.7	11.5	16.4	18.7
매출채권회전율	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
재고자산회전율	4.9	5.4	6.2	7.0	6.8
부채비율	36.3	34.5	33.8	33.8	35.5
순차입금비용	3.4	-0.6	-15.7	-24.4	-38.1
이자보상배율	35.1	23.8	26.7	37.5	42.1
총차입금	640.9	516.7	516.7	516.7	516.7
순차입금	82.8	-14.5	-462.8	-825.7	-1,479.7
NOPLAT	605.8	465.5	516.1	656.5	710.0
FCF	363.3	190.5	432.0	359.9	640.4

Compliance Notice

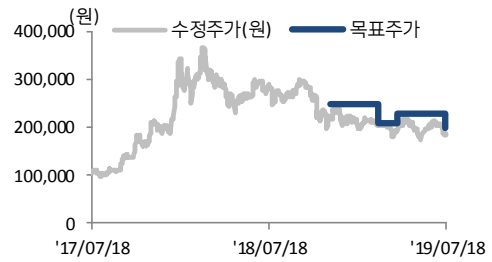
- 당사는 7월 17일 현재 '셀트리온' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 (068270)	2018-11-21	Marketperform (Reinitiate)	250,000원	6개월	-10.81	-3.52
	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	250,000원	6개월	-13.43	-3.52
	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	210,000원	6개월	-5.34	0.48
	2019-04-08	Outperform (Upgrade)	230,000원	6개월	-12.52	-3.70
	2019-07-18	Outperform (Maintain)	200,000원	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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%