

셀트리온 (068270)

제약/바이오



서미화

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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	250,000원 (M)
현재주가 (8/1)	170,500원
상승여력	47%

시가총액	218,801억원
총발행주식수	128,329,070주
60일 평균 거래대금	981억원
60일 평균 거래량	511,067주
52주 고	300,632원
52주 저	170,500원
외인지분율	21.16%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 62인 22.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.0)	(19.6)	(38.1)
상대	(13.5)	(12.2)	(29.2)
절대(달러환산)	(19.7)	(20.6)	(41.4)

바이오시밀러, 치열한 경쟁 속 전략싸움

매출액 2,350억원(YoY -10.8%), 영업이익 834억원(YoY -21.2%)

연결기준, 1분기 매출액 2,350억원(YoY -10.8%), 영업이익 834억원(YoY -21.2%)을 기록하였다. 컨센서스 대비 매출액 7.4%, 영업이익은 9.4% 하회하였다. 유럽 트룩시마, 허주마 중심의 시장 점유율 (1Q19 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 57%, 트룩시마 37%, 허주마 13%)이 확대되며 견조한 매출이 발생되었다. 매출비중은 램시마SC(레미케이드 바이오시밀러 피하주사형, 자가면역질환치료제) 27%, 트룩시마(리톡산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 37%, 허주마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 12%, 기타(응역매출, 자회사매출 등) 24%이다. CT-P39(졸레어 바이오시밀러) 임상물질 생산에 따른 change-over로 일시적 비용 증가로 영업이익은 크게 증가하지 못하였다. 별도기준으로는 매출액 1,968억원(YoY +2.8%), 영업이익 786억원(YoY +3.6%)을 기록하였다.

치열한 경쟁, 진입시기보단 전략이 중요

상반기 셀트리온헬스케어는 연내 램시마SC 유럽 최종 허가를 앞두고 판매 준비를 위한 사전 물량을 확보하였다. 램시마SC는 유럽 4Q19, 미국 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. 2019 EULAR에서 램시마 SC 임상결과를 발표했으며, IV제형과 비교하여 유효성 측면의 비열등성 및 안전성을 확인(그림 2 참고)하였으며, 2주 간격 투여로 체내 약물 농도가 일정하게 유지(그림 3 참고)됨을 확인하여 기존 IV 투약 환자 대비 체감 통증 감소의 가능성을 보여주었다. 유럽지역 램시마 IV 제형의 점유율이 57%인 상황에서의 램시마SC의 출시는 빠른 시장 침투의 가능성을 보여주고 있다. 램시마 SC뿐만 아니라 연말 트룩시마, 20년 초 허주마의 미국 런칭도 준비 중이다. 새로운 졸레어 바이오시밀러(CT-P39)개발에 속도를 내고 있으며, 알려지성 천식, 만성 두드러기 적응증으로 2024년 초 허가 예정이다. 2030년까지 매년 1개 이상의 제품을 출시하는 계획을 가지고 있어 매출의 성장은 꾸준히 나타날 수 있을 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,350	-10.8	6.0	2,537	-7.4
영업이익	834	-22.9	7.8	920	-9.4
세전계속사업이익	865	-6.7	6.3	895	-3.4
지배순이익	833	-0.8	30.3	764	9.0
영업이익률 (%)	35.5	-5.6 %pt	+0.6 %pt	36.3	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	35.4	+3.5 %pt	+6.6 %pt	30.1	+5.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	9,491	9,821	10,323	12,280
영업이익	5,078	3,387	3,756	4,545
지배순이익	3,825	2,618	3,307	3,905
PER	40.3	132.4	66.2	56.0
PBR	6.6	13.6	7.8	6.8
EV/EBITDA	25.4	74.0	42.4	36.8
ROE	17.5	10.8	12.4	13.0

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	2Q19P	QoQ	1Q19	YoY	2Q18
매출액	2,350	6.0%	2,217	-10.8%	2,634
영업이익	834	7.8%	774	-21.2%	1,058
세전이익	857	5.3%	814	-4.5%	898
당기순이익	783	24.2%	630	-2.2%	800

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

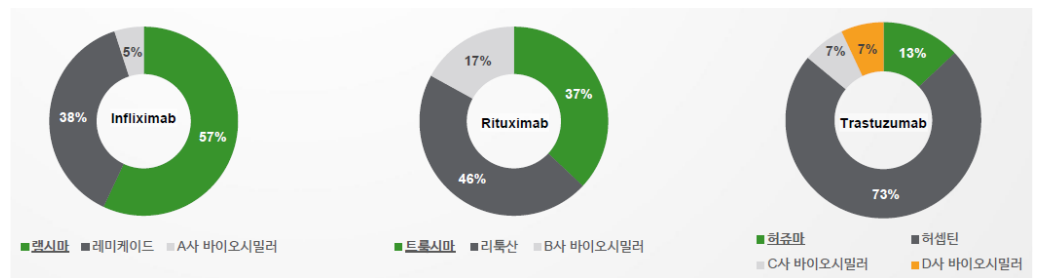
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,450	2,634	2,311	2,426	2,217	2,350	2,395	3,361	9,821	10,323	12,280
YoY	24.6%	7.0%	-0.4%	-11.6%	-9.5%	-10.8%	3.6%	38.6%	3.5%	5.1%	19.0%
영업이익	1,165	1,082	700	440	774	834	838	1,311	3,387	3,756	4,545
YoY	30.3%	-21.8%	-50.0%	-68.6%	-33.6%	-22.9%	19.7%	197.9%	-33.3%	10.9%	21.0%
영업이익률	47.5%	41.1%	30.3%	18.1%	34.9%	35.5%	35.0%	39.0%	34.5%	36.4%	37.0%
세전순이익	1,153	927	669	428	814	857	842	1,297	3,177	3,811	4,605
YoY	43.7%	-34.1%	-52.1%	-67.3%	-29.4%	-7.5%	25.8%	203.1%	-35.4%	19.9%	20.8%
당기순이익	832	830	500	373	630	783	674	1,038	2,536	3,125	3,684
YoY	24.1%	-28.0%	-56.1%	-58.4%	-24.3%	-5.6%	34.7%	178.0%	-34.3%	23.2%	17.9%

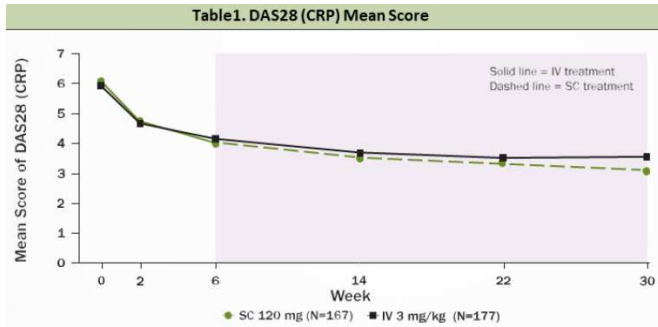
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2019년 1분기)



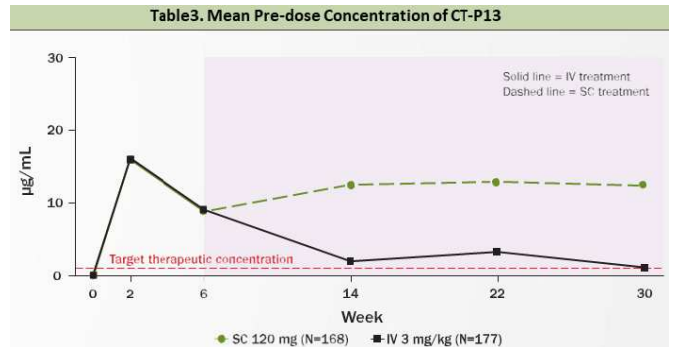
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] IV 비교 시 비열등성 및 안정성 확인



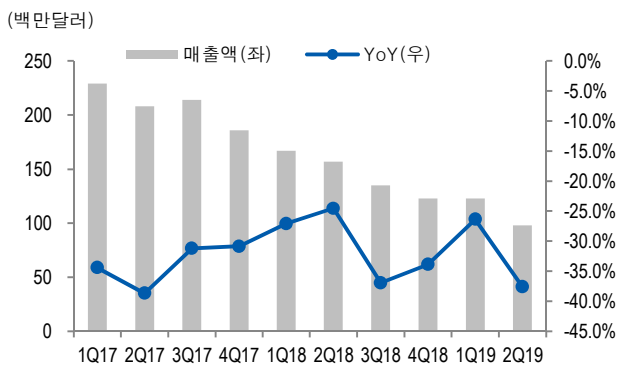
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SC 제형의 체내 약물 농도 유지 확인



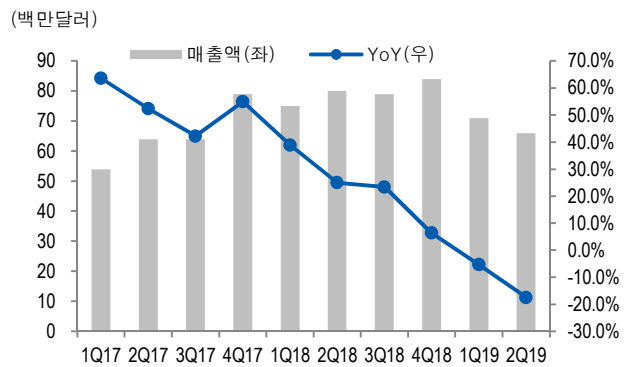
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Merck 의 유럽 Remicade 매출 추이



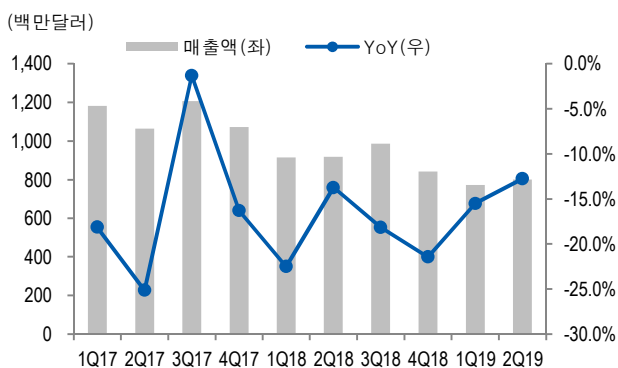
자료: Merck, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Pfizer 의 유럽 Remsima 매출 추이



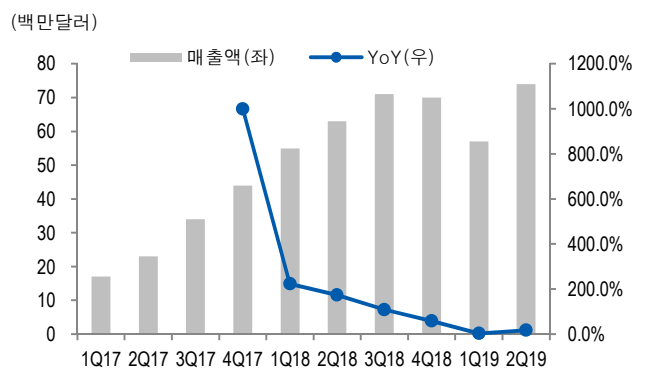
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 미국 Remicade 매출 추이



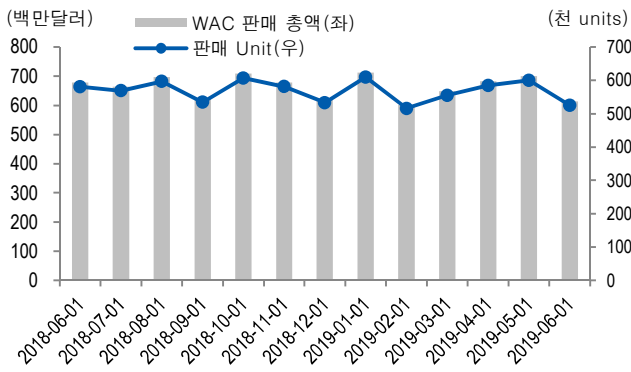
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 미국 Inflectra 매출 추이



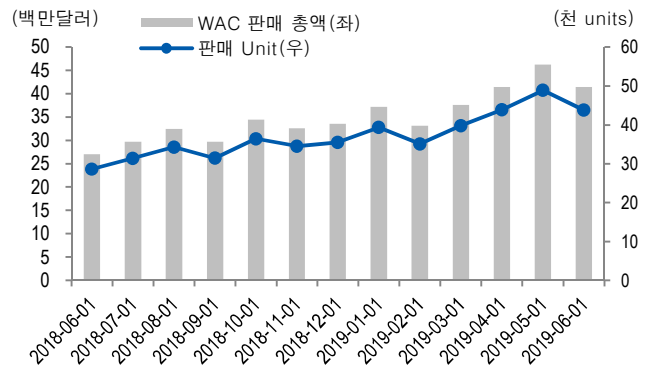
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[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	10,323	12,280	12,894
매출원가	2,545	4,329	4,192	4,979	5,157
매출충이익	6,946	5,492	6,131	7,301	7,736
판매비	1,868	2,105	2,374	2,756	2,966
영업이익	5,078	3,387	3,756	4,545	4,771
EBITDA	6,058	4,655	5,178	5,843	5,927
영업외손익	-163	-210	62	60	171
외환관련손익	-87	13	0	0	0
이자손익	-98	-34	-4	67	178
관계기업관련손익	25	-5	-7	-7	-7
기타	-4	-183	73	0	0
법인세비용차감전순이익	4,915	3,177	3,819	4,605	4,941
법인세비용	1,053	642	686	921	988
계속사업순이익	3,862	2,536	3,133	3,684	3,953
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,862	2,536	3,133	3,684	3,953
지배지분순이익	3,825	2,618	3,307	3,905	4,190
포괄순이익	3,884	2,556	3,137	3,684	3,953
지배지분포괄이익	3,847	2,638	3,341	3,943	4,231

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	20,157	25,190	31,018
현금및현금성자산	4,192	4,105	5,492	10,412	15,525
매출채권 및 기타채권	8,314	9,318	11,742	11,817	12,403
재고자산	1,995	1,631	2,545	2,583	2,712
비유동자산	17,015	18,761	18,120	17,267	16,555
유형자산	8,442	8,814	8,820	8,614	8,430
관계기업 등 지분관련자산	170	280	515	750	985
기타투자자산	162	190	0	0	0
자산총계	33,155	35,406	38,277	42,456	47,573
유동부채	6,168	6,781	6,723	6,818	7,745
매입채무 및 기타채무	1,045	1,571	2,229	2,324	3,251
단기차입금	3,230	2,585	2,581	2,581	2,581
유동성장기부채	939	1,550	1,519	1,519	1,519
비유동부채	2,668	2,298	2,352	2,352	2,352
장기차입금	2,241	1,031	1,015	1,015	1,015
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,836	9,078	9,075	9,171	10,097
지배지분	23,089	25,240	27,975	31,879	36,069
자본금	1,227	1,255	1,283	1,283	1,283
자본잉여금	7,576	7,766	7,770	7,770	7,770
이익잉여금	14,497	17,018	20,300	24,205	28,395
비지배지분	1,230	1,088	1,227	1,406	1,406
자본총계	24,319	26,328	29,202	33,286	37,476
순차입금	828	-146	-314	-5,234	-10,347
총차입금	6,409	5,166	5,178	5,178	5,178

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,975	3,821	2,041	6,471	6,827
당기순이익	3,862	2,536	3,133	3,684	3,953
감가상각비	415	411	436	416	394
외환손익	88	-3	-11	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-25	5	7	7	7
자산부채의 증감	-689	-114	-2,915	1,254	1,483
기타현금흐름	1,324	986	1,392	1,111	990
투자활동 현금흐름	-2,451	-1,931	352	-452	-452
투자자산	-96	-130	-245	-242	-242
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-794	-367	-210	-210
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	-2,145	-1,010	964	0	0
재무활동 현금흐름	-963	-1,981	-1,357	-980	-980
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	100	146	6	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,063	-2,127	-1,363	-980	-980
연결범위변동 등 기타	-53	5	349	-119	-282
현금의 증감	1,508	-87	1,386	4,920	5,113
기초 현금	2,684	4,192	4,105	5,492	10,412
기말 현금	4,192	4,105	5,492	10,412	15,525
NOPLAT	5,078	3,387	3,756	4,545	4,771
FCF	4,070	3,062	1,221	5,978	6,246

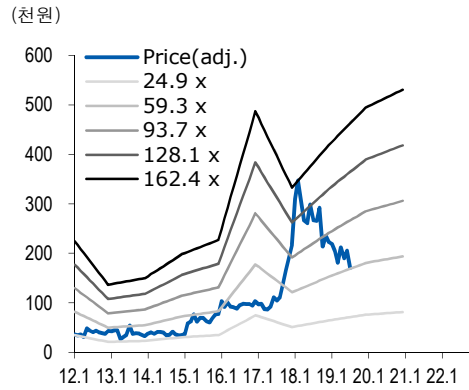
자료: 유안타증권

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

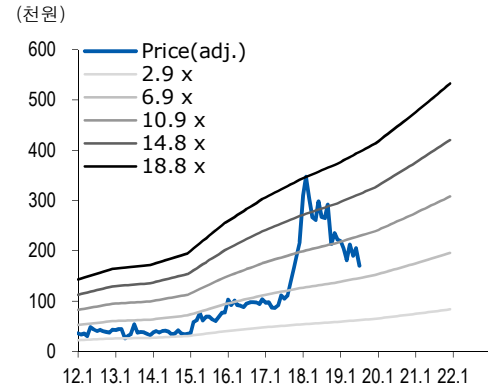
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,998	2,046	2,577	3,043	3,265
BPS	18,180	19,862	21,981	25,049	28,341
EBITDAPS	4,942	3,714	4,035	4,553	4,618
SPS	7,444	7,684	8,044	9,569	10,047
DPS	0	0	0	0	0
PER	40.3	132.4	66.2	56.0	52.2
PBR	6.6	13.6	7.8	6.8	6.0
EV/EBITDA	25.4	74.0	42.4	36.8	35.4
PSR	16.2	35.3	21.2	17.8	17.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	41.5	3.5	5.1	19.0	5.0
영업이익 증가율 (%)	103.4	-33.3	10.9	21.0	5.0
지배순이익 증가율 (%)	114.9	-31.5	26.3	18.1	7.3
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	59.4	59.5	60.0
영업이익률 (%)	53.5	34.5	36.4	37.0	37.0
지배순이익률 (%)	40.3	26.7	32.0	31.8	32.5
EBITDA 마진 (%)	63.8	47.4	50.2	47.6	46.0
ROIC	15.8	10.4	11.0	12.6	13.8
ROA	12.1	7.6	9.0	9.7	9.3
ROE	17.5	10.8	12.4	13.0	12.3
부채비율 (%)	36.3	34.5	31.1	27.6	26.9
순차입금/자기자본 (%)	3.6	-0.6	-1.1	-16.4	-28.7
영업이익/금융비용 (배)	35.1	23.8	28.6	28.5	30.0

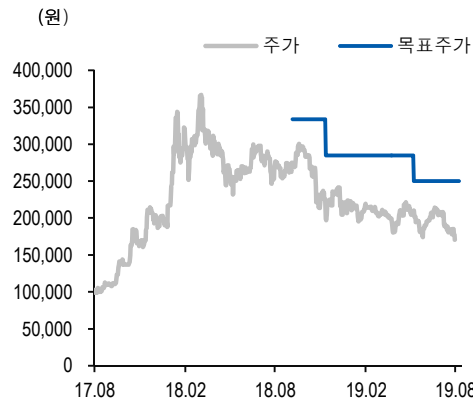
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-02	BUY	250,000	1년		
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				
2017-08-31	1년 경과 이후		1년	144.78	-
2016-08-31	HOLD	100,980	1년	70.51	-

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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-30

※ 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.