

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,283 억원
발행주식수	12,833 만주
자사주	106 만주
액면가	1,000 원
시가총액	216,247 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외71)	22.86%
국민연금공단	5.93%
외국인지분률	20.53%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/09/25)	168,500 원
KOSPI	2101.04 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	295,719 원
52주 최저가	141,500 원
60일 평균 거래대금	1,167 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.9%	5.1%
6개월	-14.3%	-10.4%
12개월	-42.5%	-35.7%

## 셀트리온 (068270/KS | 매수(유지) | T.P 250,000 원(유지))

### 램시마 SC 유럽판매허가 획득 가능성 더욱 높아져

램시마 SC, 유럽 CHMP로부터 '판매승인 권고' 받아 11월 중 판매허가 획득할 가능성이 더욱 높았음. 이번 허가는 extension application 절차를 통해 류마티스 관절염 적응증으로 허가를 먼저 획득할 예정. 2019년 하반기 중 염증성 장질환으로 변경 허가 신청에 들어가 2020년 상반기 중으로 추가 허가 획득 예정임. 하반기 실적개선세도 전망되어 긍정적, 투자이견 매수와 목표주가 250,000 원 유지하고 당사 대형주 Top Pick 유지.

### 램시마 SC 유럽 CHMP '판매승인' 권고

지난 20일 유럽 EMA(유럽의약품청) 산하 CHMP(약물사용자문위원회)로부터 램시마 SC에 대해 '판매승인권고' 의견을 받음. 통상적으로 CHMP로부터 판매승인권고를 받게 되면 2개월 후에는 판매허가 가능성이 매우 높아짐. 따라서 램시마 SC는 예정대로 11월 중 판매허가를 획득, 내년부터 본격적인 판매에 돌입할 전망.

### 램시마 SC, 타겟 시장 확대 가능할 전망

이번 허가는 류마티스 관절염(RA) 적응증으로 전세계 130개국을 대상으로 특허 출원하여 20년간 특허보호 될 예정. 램시마 SC는 기존 인플릭시맵 이외에도 휴미라 및 엔브렐의 교체 처방 환자에 대한 수요를 흡수할 수 있어 타겟 시장은 기존 10조원에서 50조원으로 확대될 전망.

### 2020년 상반기 중 염증성 장질환 적응증으로 추가 허가 예상

램시마 SC는 바이오시밀러가 아닌 extension application 절차를 통해 류마티스 관절염 적응증에 대한 허가를 확보할 예정. 따라서 염증성 장질환 적응증으로는 임상 1상을 따로 시행하였는데 규제기관과 협의를 통해 실제 환자를 대상으로 한 pivotal 임상을 진행하여 규제기관에서 요구하는 임상 값에 도달하였음. 염증성 장질환 임상 1상은 이미 완료되었고 2019년 안으로 변경 허가 신청에 들어갈 예정, 2020년 상반기 중으로 승인이 예상됨. 미국 진출을 위한 준비도 진행 중인데 FDA와의 협의를 통해 임상 1,2상을 단축하였고 임상 3상 시행만으로 2021년 임상완료, 2022년 허가 목표에 있음. 하반기 공장가동률 상승, 램시마 SC 및 허주마 판매 증가로 실적개선이 긍정적으로 판단되어 투자이견 매수와 목표주가 250,000 원을 유지함.

### 영업실적 및 투자지표

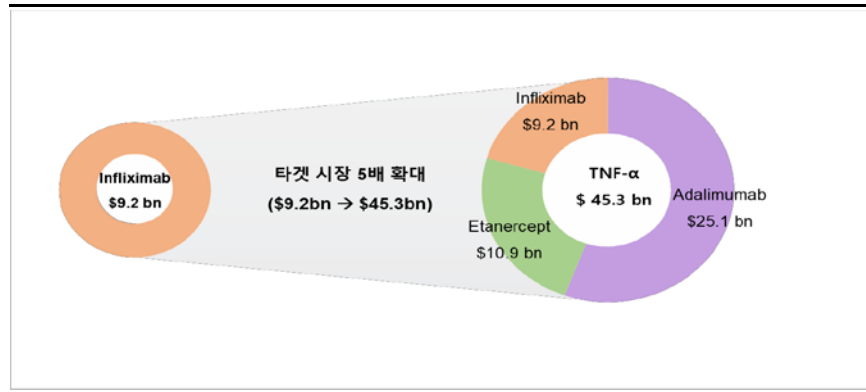
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	6,706	9,491	9,821	10,923	14,523	17,582
yoy	%	11.1	41.5	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	억원	2,497	5,078	3,387	4,019	5,681	7,229
yoy	%	-3.6	103.4	-33.3	18.7	41.4	27.3
EBITDA	억원	3,384	6,058	4,655	5,454	7,071	8,615
세전이익	억원	2,293	4,915	3,177	3,861	5,629	7,241
순이익(지배주주)	억원	1,780	3,825	2,618	3,351	4,880	6,274
영업이익률%	%	37.2	53.5	34.5	36.8	39.1	41.1
EBITDA%	%	50.5	63.8	47.4	49.9	48.7	49.0
순이익률	%	26.9	40.7	25.8	30.6	33.5	35.6
EPS(계속사업)	원	1,398	3,000	2,049	2,613	3,806	4,893
PER	배	74.0	72.4	108.6	65.4	44.9	34.9
PBR	배	6.4	12.0	11.3	7.8	6.6	5.6
EV/EBITDA	배	40.5	46.0	61.4	39.4	30.0	24.0
ROE	%	9.5	17.5	10.8	12.5	15.9	17.3
순차입금	억원	4,030	828	-157	-5,483	-8,680	-13,585
부채비율	%	37.4	36.3	34.5	33.8	33.3	31.5

그림 1. 램시마<sup>sc</sup> 특허 보호 기간

구분	세부내용	특허보호 기간	비고
제형특허	SC (피하주사) 제형	2017년 ~ 2037년 6월	
투여법특허	투여주기 등 용법 특허	2018년 ~ 2038년 8월	

자료: 셀트리온, SK 증권

그림 2. 타겟 시장이 인플릭시맙 시장에서 전체 TNF-α 시장으로 확대



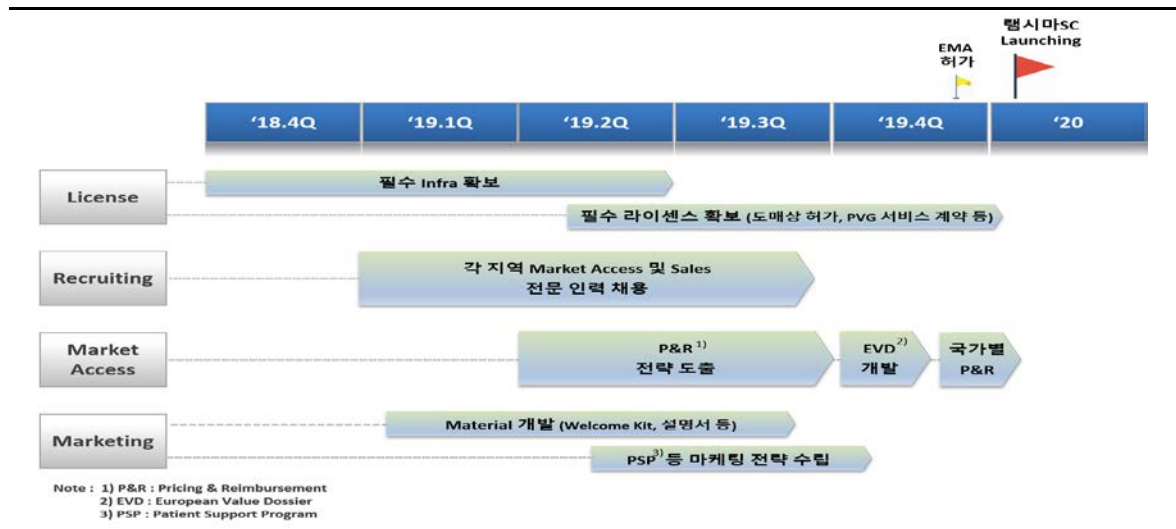
자료: 셀트리온, SK 증권

그림 3. TNF-α 억제제(휴미라, 엔브렐 등) 교체 처방 환자 유입

구분	교체처방 옵션 (램시마 <sup>sc</sup> 승인 전)		교체처방 옵션 (램시마 <sup>sc</sup> 승인 후)	
	RA, 기타(건선 등)	IBD	RA, 기타(건선 등)	IBD
휴미라	엔브렐	2차 치료제	엔브렐, 램시마 <sup>sc</sup>	램시마 <sup>sc</sup>
엔브렐	휴미라	-	휴미라, 램시마 <sup>sc</sup>	-

자료: 셀트리온, SK 증권

그림 4. 램시마<sup>sc</sup> 유럽 직판을 위한 준비 현황 및 계획



자료: 셀트리온, SK 증권

그림 5. 램시마SC 개발 일지

일자	내역
2015년 02월	CT-P13 SC(램시마SC) 개발 착수
2015년 09월	공정개발완료
2016년 05월	비교동등성 시험 완료
2016년 05월	비임상 완료
2016년 06월	CT-P13 SC 임상 글로벌 IND 제출 (1상/3상)
2018년 10월	글로벌 RA 임상 3상 결과 확보
2018년 10월	AI 기기 임상 결과 확보
2018년 11월	유럽의약품청(EMA) 허가 제출
2019년 09월	유럽의약품청(EMA) CHMP 판매 승인 권고
2019년 11월	유럽의약품청(EMA) 제품 승인 예상

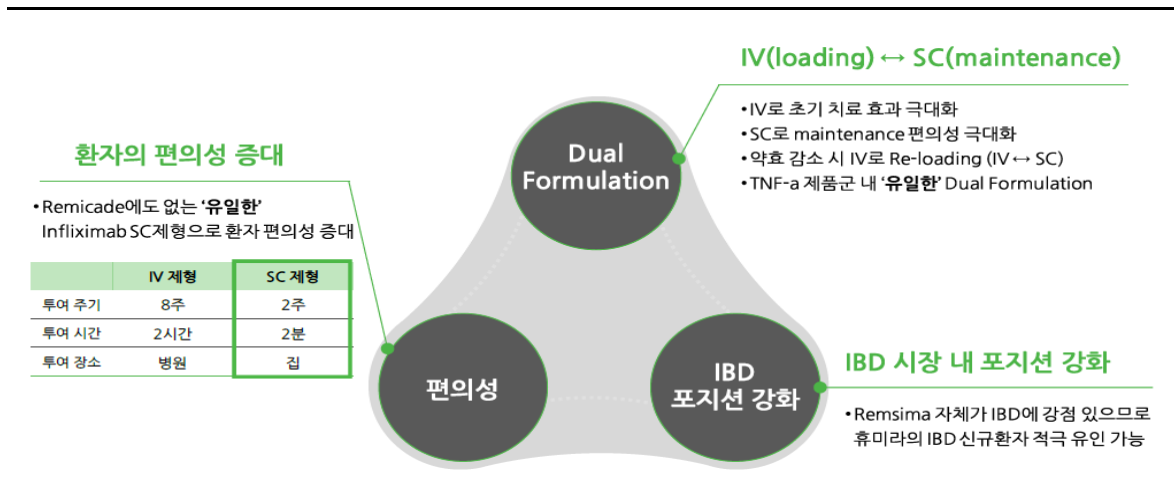
자료 : 셀트리온, SK 증권

그림 6. 램시마SC 임상 개요

제품명	램시마 SC
적응증	1상(1BD) : 궤양성 대장염, 크론병, 3상(RA) : 류마티스 관절염
임상기간	2016년 6월 ~ 2019년 10월 예정 (장기 안전성 자료 수집 중)
총 환자수	1상 (1BD 적응증) : 181명 (파트 1 - 45명, 파트 2 - 136명) 3상 (RA 적응증) : 412명 (파트 1 - 50명, 파트 2 - 362명)
진행 국가 및 site 수	1상 : 15개국 70개 사이트, 3상 : 12개국 84개 사이트

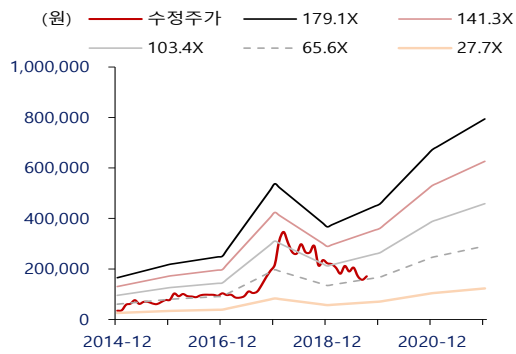
자료 : 셀트리온, SK 증권

그림 7. 램시마SC의 제품 경쟁력



자료 : 셀트리온, SK 증권

그림 8. 셀트리온의 PER 밴드차트



자료: 데이터가이드, SK 증권

그림 9. 셀트리온의 PBR 밴드차트



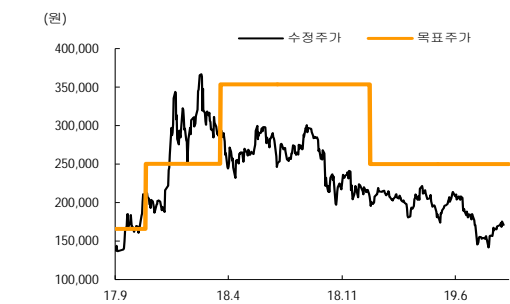
자료: 데이터가이드, SK 증권

그림 10. 셀트리온의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,449.8	2,634.4	2,311.0	2,425.5	2,217.0	2,349.7	2,842.0	3,514.0	9,820.7	10,922.8	14,523.0	17,582.0
영업이익	1,153.1	1,057.6	736.2	440.0	773.6	833.6	1,041.3	1,370.5	3,386.9	4,018.9	5,680.6	7,228.7
세전이익	1,136.9	897.6	714.8	428.0	814.1	857.1	927.6	1,262.8	3,177.3	3,861.5	5,628.8	7,240.7
순이익	815.2	800.4	546.6	373.4	630.2	782.9	816.3	1,111.2	2,618.4	3,350.6	4,879.5	6,274.1
성장률YoY(%)												
매출액	24.6	7.0	-0.4	-11.6	-9.5	-10.8	23.0	44.9	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	29.0	-23.5	-44.2	-70.3	-32.9	-21.2	41.4	211.5	-33.3	18.7	41.3	27.3
세전이익	41.7	-36.2	-45.5	-69.3	0.0	0.0	29.8	195.0	-35.4	21.5	45.8	28.6
순이익	21.5	-30.5	-48.6	-61.7	0.0	0.0	49.3	197.6	-34.3	28.0	45.6	28.6
수익률(%)												
영업이익	47.1	40.1	31.9	18.1	34.9	35.5	36.6	39.0	34.5	36.8	39.1	41.1
세전이익	46.4	34.1	30.9	17.6	36.7	36.5	32.6	35.9	32.4	35.4	38.8	41.2
순이익	33.3	30.4	23.7	15.4	28.4	33.3	28.7	31.6	26.7	30.7	33.6	35.7

자료: 셀트리온, SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.09.24	매수	250,000원	6개월		
2019.06.20	매수	250,000원	6개월	-23.23%	-11.40%
2019.01.16	매수	250,000원	6개월	-19.04%	-11.40%
2018.07.20	매수	353,684원	6개월	-27.42%	-15.00%
2018.04.10	매수	353,684원	6개월	-22.77%	-15.28%
2017.11.21	매수	250,461원	6개월	9.07%	46.51%
2017.09.26	매수	165,689원	6개월	2.13%	27.33%



### Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 9월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	16,140	16,645	20,276	26,557	34,166
현금및현금성자산	4,192	4,105	9,193	12,291	17,196
매출채권및기타채권	8,306	9,309	8,033	10,681	12,931
재고자산	1,995	1,631	1,202	1,598	1,934
<b>비유동자산</b>	17,015	18,761	19,004	19,025	19,001
장기금융자산	162	190	195	195	195
유형자산	8,442	8,814	8,445	8,111	7,774
무형자산	8,098	9,223	9,599	9,831	10,039
<b>자산총계</b>	33,155	35,406	39,280	45,581	53,167
<b>유동부채</b>	6,168	6,781	6,481	7,350	8,174
단기금융부채	4,168	4,136	3,539	3,439	3,439
매입채무 및 기타채무	458	674	749	996	1,206
단기충당부채	0	9	10	13	16
<b>비유동부채</b>	2,668	2,298	3,448	4,030	4,549
장기금융부채	2,241	1,031	1,596	1,596	1,596
장기매입채무 및 기타채무	10	10	10	10	10
장기충당부채	10	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8,836	9,078	9,929	11,381	12,723
<b>지배주주지분</b>	23,089	25,240	28,270	33,129	39,383
자본금	1,227	1,255	1,283	1,283	1,283
자본잉여금	7,576	7,766	8,013	8,013	8,013
기타자본구성요소	-298	-898	-1,450	-1,450	-1,450
자기주식	-509	-1,189	-1,771	-1,771	-1,771
이익잉여금	14,497	17,018	20,344	25,223	31,498
비지배주주지분	1,230	1,088	1,081	1,071	1,061
<b>자본총계</b>	24,319	26,328	29,351	34,200	40,444
<b>부채외자본총계</b>	33,155	35,406	39,280	45,581	53,167

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,975	3,821	7,257	4,400	6,014
당기순이익(손실)	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
비현금성항목등	2,193	2,164	2,303	2,201	2,351
유형자산감가상각비	415	411	392	364	337
무형자산상각비	565	857	1,044	1,026	1,049
기타	3	218	329	150	150
운전자본감소(증가)	-689	-114	2,163	-1,911	-1,624
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-681	21	310	-2,648	-2,250
재고자산감소(증가)	-528	-3	274	-396	-336
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-4	-657	247	210
기타	520	-128	2,235	886	753
법인세납부	-391	-764	-549	-759	-977
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,451	-1,931	-1,450	-1,077	-985
금융자산감소(증가)	-1,366	164	-196	0	0
유형자산감소(증가)	-210	-791	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-871	-1,257	-1,257	-1,257	-1,257
기타	-4	-48	34	210	272
<b>재무활동현금흐름</b>	-963	-1,981	-719	-226	-124
단기금융부채증가(감소)	-353	-1,236	-92	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-9	0	0
자본의증가(감소)	-386	-544	-402	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-223	-201	-216	-126	-124
현금의 증가(감소)	1,508	-87	5,088	3,097	4,905
기초현금	2,684	4,192	4,105	9,193	12,291
기말현금	4,192	4,105	9,193	12,291	17,196
FCF	3,818	2,438	5,867	3,106	4,759

자료 : 셸트리온, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	9,491	9,821	10,923	14,523	17,582
<b>매출원가</b>	2,545	4,329	4,295	5,374	6,154
<b>매출총이익</b>	6,946	5,492	6,628	9,149	11,428
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	60.7	63.0	65.0
<b>판매비와관리비</b>	1,868	2,105	2,609	3,469	4,200
영업이익	5,078	3,387	4,019	5,681	7,229
영업이익률 (%)	53.5	34.5	36.8	39.1	41.1
<b>비영업손익</b>	-163	-210	-157	-52	12
<b>순금융비용</b>	98	34	22	-84	-148
외환관련손익	-87	13	10	10	10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	20	-5	4	4	4
세전계속사업이익	4,915	3,177	3,861	5,629	7,241
세전계속사업이익률 (%)	51.8	32.4	35.4	38.8	41.2
계속사업법인세	1,053	642	521	759	977
<b>계속사업이익</b>	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
<b>순이익률 (%)</b>	40.7	25.8	30.6	33.5	35.6
지배주주	3,825	2,618	3,351	4,880	6,274
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	40.3	26.6	30.6	33.6	35.6
비지배주주	37	-83	-10	-10	-10
<b>총포괄이익</b>	3,884	2,556	3,321	4,850	6,244
<b>지배주주</b>	3,847	2,638	3,331	4,859	6,254
<b>비지배주주</b>	37	-82	-10	-10	-10
EBITDA	6,058	4,655	5,454	7,071	8,615

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	41.5	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	103.4	-33.3	18.7	41.4	27.3
세전계속사업이익	114.3	-35.4	21.5	45.8	28.6
EBITDA	79.0	-23.2	17.2	29.6	21.8
EPS(계속사업)	114.5	-31.7	27.6	45.6	28.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	17.5	10.8	12.5	15.9	17.3
ROA	12.2	7.4	9.0	11.5	12.7
EBITDA마진	63.8	47.4	49.9	48.7	49.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	261.7	245.5	312.9	361.3	418.0
부채비율	36.3	34.5	33.8	33.3	31.5
순차입금/자기자본	3.4	-0.6	-18.7	-25.4	-33.6
EBITDA/이자비용(배)	41.8	32.7	43.0	56.0	69.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,000	2,049	2,613	3,806	4,893
BPS	18,096	19,727	22,028	25,814	30,688
CFPS	3,768	3,041	3,733	4,890	5,974
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	72.4	179.1	84.8	58.2	45.3
PER(최저)	28.3	96.2	54.2	37.2	28.9
PBR(최고)	12.0	18.6	10.1	8.6	7.2
PBR(최저)	4.7	10.0	6.4	5.5	4.6
PCR	57.6	73.2	45.8	35.0	28.6
EV/EBITDA(최고)	46.0	100.6	51.2	39.0	31.5
EV/EBITDA(최저)	0.3	54.2	32.5	24.6	19.6