

SK COMPANY Analysis



Analyst

노경철

nkc77@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	1,166 억원
발행주식수	11,659 만주
자사주	241 만주
액면가	1,000 원
시가총액	119,038 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외51)	34.55%
외국인지분율	25.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(16/10/12)	102,100 원
KOSDAQ	669.95 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	120,600 원
52주 최저가	67,215 원
60일 평균 거래대금	532 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-6.7%
6개월	-4.9%	-1.7%
12개월	50.9%	51.9%

셀트리온 (068270/KQ | 매수(유지) | T.P 150,000 원(상향))**또 다른 도약 마련**

셀트리온은 2 세대 바이오의약품에 대해 전세계에서 최초로 바이오시밀러 제품을 개발했다. 글로벌 블록버스터인 레마케이드에 이어, 리툭산, 허셉틴의 바이오시밀러 제품도 현재 가장 앞서있는데, 지난 10 월 6 일, 리툭산과 허셉틴 바이오시밀러에 대해 글로벌제약사 테바와 캐나다 및 미국 시장에 대한 독점 판매 계약을 체결했다. 동사는 글로벌제약사의 강력한 마케팅 채널을 통해 시장을 빠르게 확대해 나갈 전망이다.

글로벌제약사 테바(Teva)와 북미지역 독점 판권 계약 체결

동사의 계열사 셀트리온헬스케어는 지난 10 월 6 일, 테바(Teva Pharmaceutical)와 셀트리온이 개발중인 바이오시밀러 “트룩시마”와 “허쥬마”에 대해 미국과 캐나다 시장 독점 판권 계약을 체결했다. 테바는 글로벌 13 위의 제약사로 2015년 기준 \$19.7bn(약 23.2 조원)의 매출을 기록한 기업이다. 동사가 개발중인 트룩시마(Truxima)는 지난해 기준 글로벌 시장에서 \$7.4bn(약 8.7 조원)의 매출을 시현한 리툭산(Rituxan, 비호지킨림프종)의 바이오시밀러 제품으로, 올해 말쯤 유럽시장에서 제품허가 승인이 이루어질 전망이다. 허쥬마(Herzuma)는 지난해 기준 글로벌 시장에서 \$6.8bn(약 8.0 조원)의 매출을 시현한 허셉틴(Herceptin, 유방암)의 바이오시밀러 제품으로, 이번 4 분기쯤 유럽시장에 제품허가 신청을 낼 전망이다. 글로벌제약사 테바가 글로벌 바이오의약품 시장의 절반을 차지하는 북미 지역을 독점 판매할 예정이고 동사의 두 바이오시밀러 제품은 전세계 시장에서 가장 앞서 개발되고 있기 때문에, 강력한 브랜드와 시장선점 효과로 인해 빠른 시장 확대가 이루어질 전망이다.

투자의견 “매수” 유지 및 목표주가 150,000 원으로 상향

램시마에 이어 트룩시마와 허쥬마도 글로벌 제약사인 테바(Teva)와 주요지역에 대한 판권 계약을 체결함에 따라 향후 트룩시마와 허쥬마가 출시되면, 강력한 브랜드 효과로 오리지널을 밀어내고 빠른 시장 침투율을 보일 전망이다. 따라서 동사에 대한 실적 추정치를 중장기적으로 상향 조정했다. 글로벌 판권계약에 따른 추가적인 성장 확대가 예상되어, 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 135,000 원에서 150,000 원으로 상향 조정한다. 목표가 산정은 초과수익모델인 RIM(Residual Income Model)을 사용하였으며, 기존 추정치 대비 바뀌어진 사항들을 적용하여 도출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,262	4,710	6,034	6,727	9,298	11,168
yoY	%	-35.4	108.2	28.1	11.5	38.2	20.1
영업이익	억원	998	2,015	2,590	2,556	3,787	4,795
yoY	%	-48.9	101.8	28.5	-1.3	48.1	26.6
EBITDA	억원	1,476	2,777	3,411	3,453	4,792	5,829
세전이익	억원	1,157	1,491	1,631	2,215	3,667	4,788
순이익(지배주주)	억원	1,025	1,127	1,541	1,804	2,991	3,912
영업이익률%	%	44.1	42.8	42.9	38.0	40.7	42.9
EBITDA%	%	65.2	59.0	56.5	51.3	51.5	52.2
순이익률	%	45.3	24.9	26.2	27.5	32.7	35.6
EPS	원	981	1,008	1,332	1,548	2,566	3,357
PER	배	36.2	37.5	63.4	66.0	39.8	30.4
PBR	배		3.7	3.4	5.8	5.9	4.4
EV/EBITDA	배	31.4	18.3	30.9	36.4	25.3	20.2
ROE	%		9.6	9.7	10.5	9.7	13.7
순차입금	억원	6,696	7,649	6,555	5,140	722	-2,995
부채비율	%	82.0	72.3	51.9	37.7	33.2	28.2

[표 1] 셀트리온의 연간 영업실적 현황 및 전망

(단위: 억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,790	3,502	2,262	4,710	6,034	6,727	9,298	11,168	13,637	15,820
바이오의약품	2,786	3,492	2,246	4,046	5,288	5,803	8,300	10,100	12,500	14,600
케미컬의약품	-	-	-	647	726	913	987	1,056	1,123	1,204
기타	4	10	16	17	21	10	11	12	14	16
영업이익	1,787	1,954	998	2,015	2,590	2,556	3,787	4,795	6,102	7,318
영업이익률(%)	64.0%	55.8%	44.1%	42.8%	42.9%	38.0%	40.7%	42.9%	44.7%	46.3%
세전이익	1,834	1,876	1,157	1,491	1,631	2,215	3,667	4,788	6,160	7,440
세전이익률(%)	65.7%	53.6%	51.1%	31.7%	27.0%	32.9%	39.4%	42.9%	45.2%	47.0%
순이익	1,678	1,744	1,014	1,175	1,583	1,849	3,044	3,974	5,113	6,175
순이익률(%)	60.1%	49.8%	44.8%	24.9%	26.2%	27.5%	32.7%	35.6%	37.5%	39.0%
	YoY(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	54.2%	25.5%	-35.4%	108.2%	28.1%	11.5%	38.2%	20.1%	22.1%	16.0%
영업이익	68.2%	9.4%	-48.9%	101.8%	28.5%	-1.3%	48.2%	26.6%	27.3%	19.9%
세전이익	65.4%	2.3%	-38.3%	28.9%	9.4%	35.8%	65.6%	30.6%	28.7%	20.8%
순이익	53.8%	3.9%	-41.9%	15.9%	34.7%	16.8%	64.6%	30.6%	28.7%	20.8%

자료 : 금융감독원전자공시, SK 증권

주 : K-IFRS 연결재무 기준

[표 2] 셀트리온의 분기별 실적 현황 및 전망

(단위: 억원)

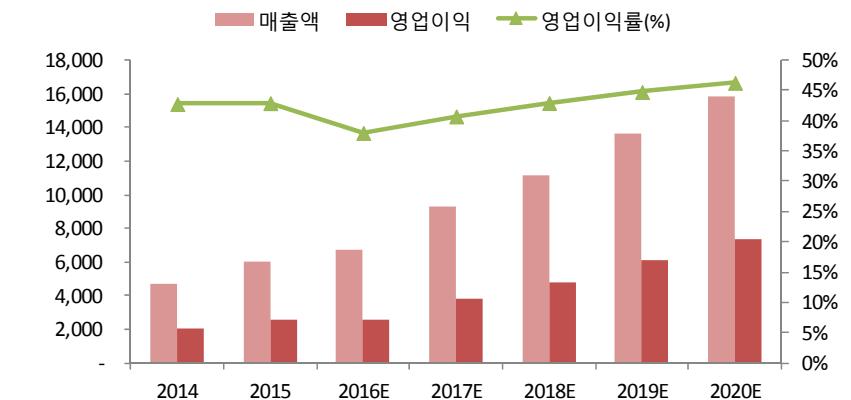
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	976	1,681	1,695	1,682	1,085	1,850	1,843	1,949	6,034	6,727	9,298
바이오의약품	817	1,489	1,495	1,486	909	1,599	1,585	1,710	5,288	5,803	8,300
케미컬의약품	157	187	194	188	175	249	253	236	726	913	987
기타	2	5	6	8	1	2	5	3	21	10	11
영업이익	409	811	731	638	270	771	753	762	2,590	2,556	3,787
영업이익률(%)	41.9%	48.2%	43.1%	37.9%	24.9%	41.7%	40.9%	39.1%	42.9%	38.0%	40.7%
세전이익	-200	613	701	517	104	760	706	645	1,631	2,215	3,667
세전이익률(%)	-20.5%	36.5%	41.4%	30.8%	9.6%	41.1%	38.3%	33.1%	27.0%	32.9%	39.4%
순이익	-140	582	630	511	118	596	593	542	1,583	1,849	3,044
순이익률(%)	-14.3%	34.6%	37.2%	30.4%	10.9%	32.2%	32.2%	27.8%	26.2%	27.5%	32.7%

자료 : 금융감독원전자공시, SK 증권

주 : K-IFRS 연결재무 기준

[그림 1] 셀트리온의 연도별 영업실적 현황 및 전망

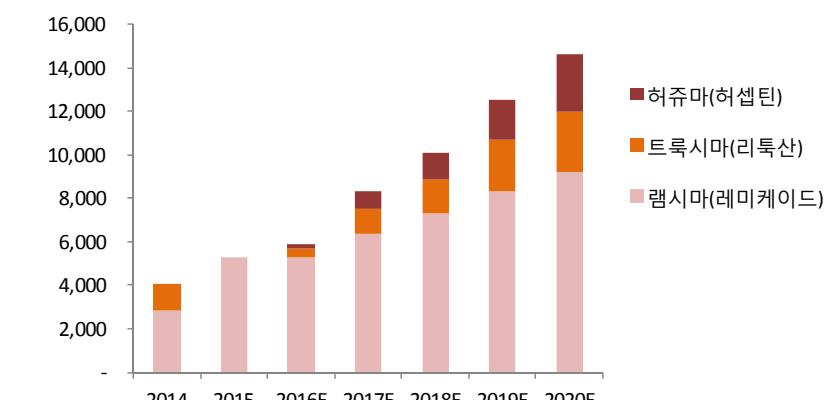
(단위 : 억원)



자료 : SK증권

[그림 2] 셀트리온의 품목별 매출액 현황 및 전망

(단위 : 억원)



자료 : SK증권

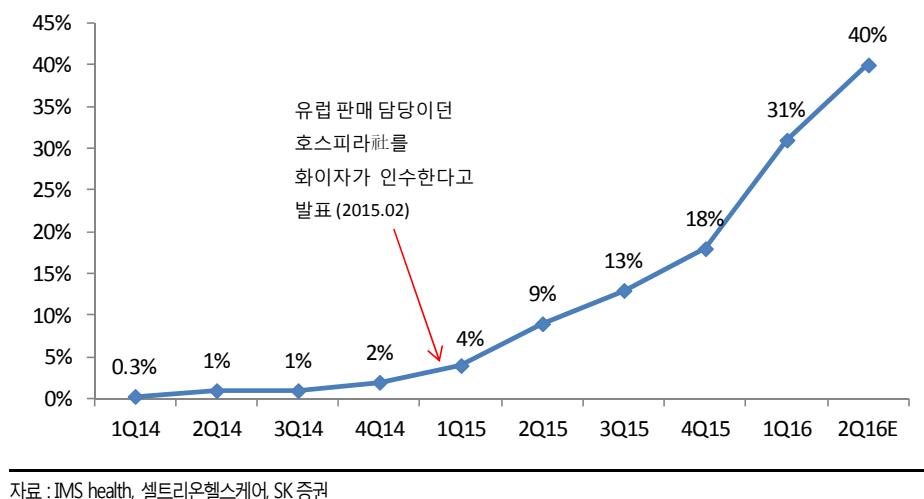
[표 3] 글로벌 top 10 의약품 중 바이오의약품의 매출 규모 및 특허만료시기

순위	제품	적응증	판매사	글로벌 매출(\$bn, '15년)	미국특허만료	EU특허만료
2	Humira	Rheumatoid Arthritis	AbbVie/Eisai	14.4	2019. 03	2018. 04
3	Enbrel	Rheumatoid Arthritis	Amgen/Pfizer/Takeda	9.0	2028. 11	2015. 02
4	Remicade	Rheumatoid Arthritis	J&J/Merck/Mitsubishi	8.2	*2018. 09	2014. 08
5	Rituxan	cancer	Biogen/Idec/Roche	7.4	2015. 12	2013. 11
6	Lantus	diabetes	Sanofi	7.1	2015. 02	2015. 05
7	Avastin	cancer	Roche	6.9	2019. 07	2018. 04
8	Herceptin	cancer	Roche	6.8	2019. 06	2014. 07

자료 : EP SK증권

주: 레미케이드의 미국 특허만료는 셀트리온의 소송제기로 2014년 9월로 판정 남

[그림 3] 유럽 Remicade(Infliximab) 시장에서 셀트리온 Remsima의 시장 점유율 (수량 기준)



[표 4] 셀트리온의 주요 파이프라인

구분	품목명	오리지널약품명	적용증	단계
바이오시밀러	Remsima(Inflectra)	Remicade	류마티스관절염	미국/한국/유럽/일본/캐나다/브라질 등 72개국 승인
	CT-P06(Herzuma)	Herceptin	유방암	한국 승인, 4Q16 유럽 허가신청 예상, 1Q17 미 FDA 제품허가신청 예상
	CT-P10(Truxima)	Rituxan	비호지킨лим프종	올해 말쯤 유럽 허가 예상, 1Q17 미 FDA 제품허가신청 예상
	CT-P15	Erbtux	대장암	전임상 완료
	CT-P05	Enbrel	류마티스관절염	전임상 완료
	CT-P14	Synagis	호흡기질환	공정개발중
	CT-P17	Humira	류마티스관절염	공정개발중
바이오신약	CT-P16	Avastin	대장암	공정개발중
	CT-P27		인플루엔자	글로벌 임상 2상a 완료
	CT-P26		유방암(ADC)	전임상
	CT-P19		광견병	공정개발중
	CT-P24		B형간염	공정개발중
	CT-P25		인플루엔자	공정개발중

자료: 언론, 셀트리온, SK 증권

(1)

[표 5] 주요 바이오의약품에 대한 바이오시밀러 개발 현황

오리지널 치료제			주요 바이오시밀러 개발 현황	
제품명	적응증	개발사	기업명	개발 단계
Remicade	Rheumatoid Arthritis	J&J/Merck/ Mitsubishi	셀트리온	미국/한국/유럽/일본/캐나다/브라질 등 72개국 승인
			삼성바이오에피스	EU 제품허가 승인(16.04), 미 FDA 제품허가 신청(16.05)
			에이프로젠	일본 제품허가 신청(15.10), 미 FDA 3상 진입(16.06)
			Amgen	FDA 임상 3상 완료
			Pfizer	FDA 임상 3상
Rituxan	cancer	Biogen/Idec/ Roche	셀트리온	올해 말쯤 유럽 허가 예상, 1Q17 미 FDA 제품허가신청 예상
			Sandoz	유럽 제품허가 신청(16.05)
			Pfizer	FDA 임상 3상
			Amgen	FDA 임상 3상
			Boehringer Ingelheim	EU 임상 3상
			삼성바이오에피스	FDA 임상 1상
Herceptin	cancer	Roche	셀트리온	한국 승인, 4Q16 유럽 허가신청 예상, 1Q17 미 FDA 제품허가신청 예상
			Pfizer	FDA 임상 3상
			Amgen	EU 임상 3상
			삼성바이오에피스	EU 임상 3상
Humira	Rheumatoid Arthritis	AbbVie/Eisai	Amgen	유럽 제품허가 신청(15.12), 미국 제품허가 승인(16.07)
			삼성바이오에피스	유럽 제품허가 신청(16.07)
			Pfizer	FDA 임상 3상
			Sandoz	EU 임상 3상
			Boehringer Ingelheim	EU 임상 3상
			LG생명과학	한국 임상 1상
Enbrel	Rheumatoid Arthritis	Amgen/Pfizer/ Takeda	한화케미칼	한국 제품 승인
			삼성바이오에피스	국내 출시, EU 제품 출시(16.02)
			Sandoz	미국 제품허가 승인(16.07)
			LG생명과학	한국, 일본 임상 3상
Avastin	cancer	Roche	Amgen	FDA 임상 3상
			Pfizer	FDA 임상 3상
			Boehringer Ingelheim	EU 임상 3상
			삼성바이오에피스	EU 임상 1상

자료: National Institutes of Health, 각사, 언론, SK 증권

[표 6] 셀트리온의 목표주가 산정 Valuation

(단위: 억원)

RIM(Residual Income Model) valuation

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
기말 자기자본	20,329	23,372	27,340	32,441	38,601	45,848	54,379
기초, 기말 평균 자기자본	19,947	21,850	25,356	29,890	35,521	42,225	50,114
당기순이익	1,804	2,991	3,912	5,039	6,090	7,197	8,391
추정 ROE	9.0%	13.7%	15.4%	16.9%	17.1%	17.0%	16.7%
ROE spread(ROE-COE)	3.3%	7.9%	9.6%	11.1%	11.4%	11.3%	11.0%
RI(Residual Income, 잔여이익)	651	1,728	2,446	3,311	4,037	4,756	5,494
PVIF	0.95	0.89	0.84	0.80	0.76	0.71	0.67
PV of RI	616	1,544	2,067	2,645	3,048	3,395	3,708
CV(Continuing Value, 잔여가치)							197,642

Sum of 'PV of RI'	13,315	①	*COE (Cost of Equity)	
PV of CV	141,077	②	$Ke = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta$	5.8%
Sum of 'PV of Future RI'	154,392	③=①+②	R _f	1.1%
기초 자기자본	18,098	④	E(R _m)-R _f	6.0%
주주가치	172,490	⑤=③+④	β	0.78 (M, 5yr)
발행주식수	116,589,842	⑥	*CV (Continuing Value)	197,642
자기주식수	400,096	⑦		
주당가치(원)	148,455	⑧=⑤/(⑥-⑦)		
적정주가(원)	150,000			

※ RIM 방식의 valuation

- 주주가치=기초 자기자본+미래 잔여이익의 현재가치 합
- 잔여이익(초과이익)=당기순이익-자기자본요구수익률(자기자본비용*기초자본)=(ROE-COE)*기초자기자본

자료: 데이터가이드, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.13	매수	150,000원
	2016.08.29	매수	135,000원
	2016.02.11	매수	135,000원
	2016.02.01	매수	135,000원
	2016.01.19	매수	135,000원
	2015.11.16	매수	110,000원
	2015.10.29	매수	110,000원
	2015.10.07	매수	110,000원
	2015.07.07	매수	110,000원
	2015.06.18	매수	110,000원
	2015.06.08	매수	110,000원

Compliance Notice

- 작성자(노경철)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 13일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,930	10,968	12,505	15,190	18,658
현금및현금성자산	1,088	1,499	1,550	5,452	8,649
매출채권및기타채권	4,186	6,776	7,847	6,044	5,807
재고자산	2,236	2,338	2,707	3,161	3,574
비유동자산	15,293	16,514	17,509	17,964	18,411
장기금융자산	125	154	173	173	173
유형자산	8,982	8,976	8,650	8,557	8,475
무형자산	6,016	6,978	8,105	8,517	8,995
자산총계	23,224	27,482	30,014	33,153	37,069
유동부채	4,939	6,658	6,555	6,845	6,958
단기금융부채	4,041	5,405	5,105	4,840	4,550
매입채무 및 기타채무	466	225	260	360	432
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4,807	2,726	1,663	1,417	1,190
장기금융부채	4,793	2,709	1,643	1,393	1,163
장기매입채무 및 기타채무	7	10	11	11	11
장기충당부채	7	8	9	13	16
부채총계	9,746	9,384	8,219	8,262	8,148
지배주주지분	12,474	16,942	20,329	23,372	27,340
자본금	1,036	1,124	1,166	1,166	1,166
자본잉여금	3,654	6,486	7,448	7,448	7,448
기타자본구성요소	-701	-694	-105	-105	-105
자기주식	-813	-829	-240	-240	-240
이익잉여금	8,450	9,940	11,711	14,702	18,614
비자본주주지분	1,004	1,156	1,467	1,519	1,581
자본총계	13,478	18,098	21,795	24,891	28,921
부채와자본총계	23,224	27,482	30,014	33,153	37,069

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,452	776	1,425	5,886	5,113
당기순이익(순실)	1,175	1,583	1,849	3,044	3,974
비현금성항목등	1,716	1,939	1,716	1,748	1,855
유형자산감가상각비	302	317	358	368	362
무형자산상각비	461	505	539	638	672
기타	142	783	229	-53	22
운전자본감소(증가)	-1,157	-2,539	-1,426	1,717	98
매출채권및기타채권의 감소증가)	-720	-2,802	-1,229	1,803	236
재고자산감소(증가)	-225	-202	-603	-454	-412
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-100	8	-313	99	72
기타	-112	458	720	269	202
법인세납부	-283	-207	-714	-623	-814
투자활동현금흐름	-1,063	-1,669	-1,267	-1,261	-1,210
금융자산감소(증가)	61	11	22	0	0
유형자산감소(증가)	-313	-506	-66	-275	-280
무형자산감소(증가)	-1,039	-1,333	-1,408	-1,050	-1,150
기타	228	158	184	64	220
재무활동현금흐름	-113	1,304	-107	-723	-707
단기금융부채증가(감소)	-59	1,586	289	-265	-290
장기금융부채증가(감소)	0	0	-70	-250	-230
자본의증가(감소)	311	76	36	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-366	-358	-362	-208	-187
현금의 증가(감소)	280	412	50	3,903	3,197
기초현금	808	1,088	1,499	1,550	5,452
기말현금	1,088	1,499	1,550	5,452	8,649
FCF	-1,532	-820	252	4,541	3,682

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,710	6,034	6,727	9,298	11,168
매출원가	1,299	2,346	2,691	3,626	4,244
매출총이익	3,411	3,688	4,036	5,672	6,924
매출총이익률 (%)	72.4	61.1	60.0	61.0	62.0
판매비와관리비	1,397	1,099	1,480	1,885	2,129
영업이익	2,015	2,590	2,556	3,787	4,795
영업이익률 (%)	42.8	42.9	38.0	40.7	42.9
비영업손익	-524	-958	-342	-120	-7
순금융비용	282	227	159	144	-33
외환관련손익	-165	-83	-27	-29	-18
관계기업투자등 관련손익	-48	2	-1	0	-1
세전계속사업이익	1,491	1,631	2,215	3,667	4,788
세전계속사업이익률 (%)	31.7	27.0	32.9	39.4	42.9
계속사업법인세	316	48	366	623	814
계속사업이익	1,175	1,583	1,849	3,044	3,974
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,175	1,583	1,849	3,044	3,974
순이익률 (%)	24.9	26.2	27.5	32.7	35.6
지배주주	1,127	1,541	1,804	2,991	3,912
지배주주구속 순이익률(%)	23.92	25.54	26.82	32.17	35.03
비지배주주	48	42	45	53	62
총포괄이익	1,208	1,633	1,873	3,096	4,030
지배주주	1,160	1,592	1,828	3,043	3,968
비지배주주	48	42	44	53	62
EBITDA	2,777	3,411	3,453	4,792	5,829

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	108.2	28.1	11.5	38.2	20.1
영업이익	101.8	28.5	-1.3	48.1	26.6
세전계속사업이익	28.9	9.4	35.8	65.6	30.6
EBITDA	88.2	22.8	1.2	38.8	21.6
EPS(계속사업)	2.8	32.2	16.2	65.8	30.8
수익성 (%)					
ROE	9.7	105	9.7	13.7	15.4
ROA	5.5	6.2	6.4	9.6	11.3
EBITDA/마진	59.0	56.5	51.3	51.5	52.2
안정성 (%)					
유동비율	160.6	164.8	190.8	221.9	268.2
부채비율	72.3	51.9	37.7	33.2	28.2
순자본/자기자본	56.8	36.2	23.6	2.9	-104
EBITDA/이자비용(배)	7.2	11.5	13.8	23.0	31.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,008	1,332	1,548	2,566	3,357
BPS	11,148	14,636	17,436	20,046	23,450
CFPS	1,690	2,042	2,318	3,429	4,244
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.3	67.3	77.9	47.0	35.9
PER(최저)	34.6	27.6	57.6	34.8	26.6
PBR(최고)	4.3	6.1	6.9	6.0	5.1
PBR(최저)	3.1	2.5	5.1	4.5	3.8
PCR	22.3	41.4	44.1	29.8	24.1
EV/EBITDA(최고)	22.3	32.3	42.4	29.6	23.7
EV/EBITDA(최저)	17.2	14.3	31.8	22.0	17.5