

셀트리온(068270.KQ)



바이오/스몰캡 담당 한병화

Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(8/9)	107,100원

Key Data (기준일: 2016.8.9)

KOSPI(pt)	2,043.8
KOSDAQ(pt)	700.7
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	12,486.8
52주 최고/최저(원)	129,000 / 61,400
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	116,590
평균거래량(3M, 천주)	632
평균거래대금(3M, 백만원)	61,962
배당수익률(16F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	25.8
주요주주 지분율(%)	
주셀트리온홀딩스와...	22.1
Ion Investments B.V	14.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.2	9.1	-10.3	34.3
KOSPI 대비상대수익률	6.0	7.8	-13.2	41.1

Financial Data

결산기(12월)	2015A	2016F	2017F
매출액(십억원)	603.4	676.2	879.4
영업이익(십억원)	259.0	275.0	464.9
세전계속사업손익(십억원)	163.1	246.5	447.7
당기순이익(십억원)	158.3	199.5	358.1
EPS(원)	1,335	1,649	3,020
증감률(%)	32.5	23.5	83.1
PER(배)	63.3	65.0	35.5
ROE(%)	10.8	10.7	16.2
PBR(배)	5.8	6.1	5.2
EV/EBITDA(배)	30.9	35.4	22.7

자료: 유진투자증권

유럽 점령한 램시마, 미국 시장 연착륙도 어렵지 않을 것

2016년 유럽 점유율 40%의 회사 목표 충분히 달성 가능해 저

■ 유럽에서 레미케이드를 판매하는 머크의 관련 매출은 2014년 3분기 6.04억달러를 기점으로 하락해 2016년 2분기 3.39억달러로 44% 감소했다. 램시마가 본격적으로 판매되기 시작한 2015년 1분기부터 머크의 레미케이드 매출액은 감소 폭이 커지며 올 2분기에도 전년대비 26% 감소했다. 신규 환자수 증가로 레미케이드의 매출이 매년 약 5~10%의 증가를 기록했던 것과, 램시마의 가격이 레미케이드 대비 평균 30% 이상 낮은 것을 감안하면 환자수 기준 램시마의 유럽시장 점유율은 30% 이상에 이미 도달한 것으로 판단된다. 머크가 영국 등 일부 국가에서 레미케이드 가격을 인하하며 방어 전략을 취하고 있지만, 램시마의 점유율 상승을 막지 못하고 있는 것이다. 결론적으로 셀트리온이 올 연말 목표하는 유럽 점유율 40% 달성은 충분히 가능할 것으로 예상된다. 영국과 프랑스 등 주요국가에서 램시마 등 저가 약품에 우대정책들을 지속 추진하고 있어 오리지널약들의 경쟁력은 약화될 수 밖에 없다.

2분기 실적 시장 기대치 상회

■ 셀트리온의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,850억원, 771억원으로 시장 컨센서스 영업이익 725억원을 상회했다. 전년동기 대비 영업이익이 4.9% 소폭 감소했으나 이는 CT-P27과 후속 바이오시밀러 추가 개발비용이 전년대비 약 100억원 증가했기 때문이다. 개발비 증가에도 불구하고 유럽의 램시마 판매 호조로 이익의 안정성이 확보된 것이다. 미국의 판매가 시작되면 분기당 매출액 증가가 더불어 이익률이 한 단계 더 올라갈 것으로 예상된다.

목표주가 15만원 유지

■ 셀트리온에 대해 목표주가 15만원을 유지한다. 유럽에서 램시마의 점유율이 예상보다 빨리 상승하고 있고, 미국 시장 진입도 앞두고 있다. 8월에 있을 레미케이드 물질특허에 대한 법원의 공청회와 판결에서 기존 미국 특허청의 입장이 재확인되면 미국 판매는 10월부터 시작될 것으로 예상된다. 만약 법적 공방이 계속 이어진다면 최종 특허심판원의 결론이 날 연말쯤에 판매가 시작될 수도 있다. 램시마의 미국 진입은 시기만 남았을 뿐이다. 유럽시장에서 쌓인 방대한 처방데이터로 미국 시장 점유율을 높여갈 것이고 후발 바이오시밀러 약품들과의 경쟁에서 앞서갈 것으로 예상된다. 동일한 TNF 알파 억제제인 휴마라, 엔브렐이 특허를 바탕으로 미국시장에서 바이오시밀러 출시가 상당기간 어려워질 것으로 보이는 것도 셀트리온에게는 유리한 상황이다. 램시마는 유럽에 이어 미국에서도 그 존재감이 확실히 각인될 것으로 판단된다. 이제부터는 램시마 이후 제품에 주목할 때이다. 연말 안에 리툽시마, 허쥬마의 유럽과 미국 판권계약이 있을 것으로 보여 향후 동사의 가치 상승에 긍정적인 것으로 예상된다.



도표 1 분기실적 추정

(십억원)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16P	3Q16F	4Q16F	2014A	2015A	2016F
매출액	97.6	168.1	169.5	168.3	108.5	185.0	184.0	198.7	471.0	603.4	676.2
%YoY	12.4%	-6.2%	61.2%	68.5%	-35.5%	9.2%	9.3%	83.2%	108.2%	28.1%	12.1%
바이오의약품	81.7	148.9	149.5	150.7	90.9	162.2	162.0	178.7	404.6	530.8	593.7
케미칼의약품	15.9	19.1	20.0	17.6	17.5	22.9	22.0	20.0	66.4	72.6	82.4
매출원가	34.7	57.5	66.9	75.5	41.8	72.7	68.9	74.5	129.9	234.6	257.9
매출원가율	35.5%	34.2%	39.5%	44.9%	38.6%	39.3%	37.4%	37.5%	27.6%	38.9%	38.1%
판매비	22.1	29.5	29.4	29.0	39.7	35.2	31.9	36.4	139.7	109.9	143.3
판매비율	22.6%	17.5%	17.3%	17.2%	36.6%	19.0%	17.4%	18.3%	29.7%	18.2%	21.2%
영업이익	40.9	81.1	73.1	63.8	27.0	77.1	83.2	87.8	201.5	259.0	275.0
영업이익률	41.9%	48.3%	43.2%	37.9%	24.9%	41.7%	45.2%	44.2%	42.8%	42.9%	40.7%
%YoY	14.8%	-17.2%	103.0%	100.4%	-66.7%	5.4%	30.4%	225.3%	101.9%	28.5%	6.2%
영업외손익	(60.9)	(19.8)	(3.0)	(12.1)	(16.6)	(1.1)	(5.4)	(5.4)	(52.4)	(95.8)	(28.5)
세전이익	(20.0)	61.3	70.1	51.7	10.4	76.0	77.8	82.4	149.1	163.1	246.5
법인세	(6.0)	3.1	7.1	0.6	(1.4)	16.4	15.6	16.5	31.6	4.8	47.0
법인세율	30.2%	5.1%	10.2%	50.0%	-13.5%	21.6%	20.0%	20.0%	6.7%	3.0%	19.1%
당기순이익	(14.0)	58.2	63.0	51.1	11.8	59.6	62.2	65.9	117.5	158.3	199.5

자료: 유진투자증권



도표 2 글로벌 제약 업체 TNF 알파 억제제 매출 추이

(단위: 백만달러)

Remicade										
Merck	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Europe	604	607	604	557	501	455	442	396	349	339
YoY 증가율	10.0%	15.2%	5.2%	-10.2%	-17.1%	-25.0%	-26.8%	-28.9%	-30.3%	-25.5%
YoY(환효과제외)	7.0%	9.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	-7.0%	-13.0%	-18.0%	-26.0%	-26.0%
Humira										
Abbvie	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
U.S	1,192	1,661	1,739	1,932	1,664	2,141	2,268	2,332	2,195	2,712
YoY 증가율	24.7%	35.7%	25.2%	15.9%	39.6%	28.9%	30.4%	20.7%	31.9%	26.7%
International	1,445	1,627	1,516	1,431	1,447	1,396	1,379	1,385	1,382	1,437
YoY 증가율	12.2%	17.7%	9.8%	4.3%	0.1%	-14.2%	-9.0%	-3.2%	-4.6%	2.9%
YoY(환효과제외)	13.9%	16.2%	10.3%	12.7%	14.8%	3.6%	8.3%	9.7%	4.6%	4.0%
Enbrel										
Amgen	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
U.S	924	1,171	1,048	1,261	1,052	1,280	1,392	1,375	1,326	1,423
YoY 증가율	-5.1%	7.5%	-2.3%	12.6%	13.9%	9.3%	32.8%	9.0%	26.0%	11.2%
Rest Of World	64	72	72	76	64	68	67	66	59	61
YoY 증가율	-1.5%	5.9%	-12.2%	-5.0%	0.0%	-5.6%	-6.9%	-13.2%	-7.8%	-10.3%
Pfizer										
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
International	914	977	955	1004	759	822	844	907	733	766
YoY 증가율	4.2%	1.8%	2.5%	-0.1%	-17.0%	-15.9%	-11.6%	-9.7%	-3.4%	-6.8%
YoY(환효과제외)	8.0%	1.0%	2.0%	6.0%	-6.0%	2.0%	5.0%	3.0%	10.0%	-3.0%

자료: 각사 자료, 유진투자증권



도표 3 셀트리온 파이프라인

제품 (바이오시밀러)				
제품명	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
렘시마/Inflectra	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	US FDA 승인 / MFDS 승인 EU / Canada / Japan 등 승인

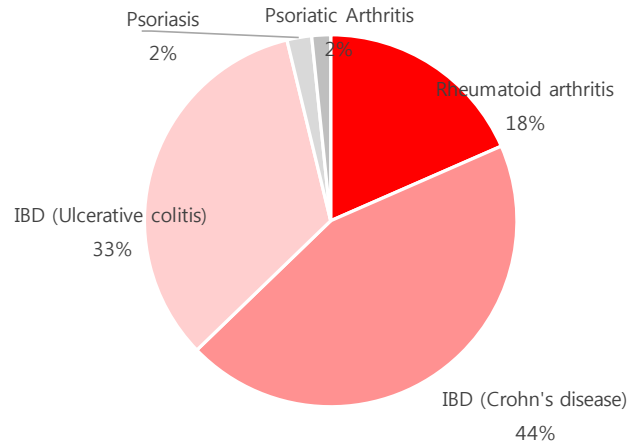
바이오시밀러 후보군				
프로젝트	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
CT-P06	Trastuzumab	Herceptin (Roche)	유방암	MFDS 승인
CT-P10	Rituximab	Rituxan/MabThera (Roche)	비호지킨 림프종	EMA 허가신청
CT-P05	Etanercept	Enbrel (Amgen)	류마티스 관절염	비임상
CT-P15	Cetuximab	Erbix (BMS)	직결장암	비임상
CT-P14	Palivizumab	Synagis (Astrazeneca)	호흡기 질환	공정개발 중
CT-P17	Adalimumab	Humira (Abbott)	류마티스 관절염	공정개발 중
CT-P16	Bevacizumab	Avastin (Roche)	대장암	공정개발 중

자체 신약 후보군			
프로젝트	협력기관	목표 적응증	개발현황
CT-P27	세브란스병원 / 미국 CDC / 서울대학교 등	인플루엔자	글로벌 임상 2a상 완료
CT-P26	셀트리온화학연구소	유방암 (ADC)	비임상
CT-P19	미국 CDC 등	광견병	공정개발 중
CT-P24	세브란스병원 / 건국대학교 등	B형 간염	공정개발 중
CT-P25	-	인플루엔자	공정개발 중

자료: 셀트리온, 유진투자증권

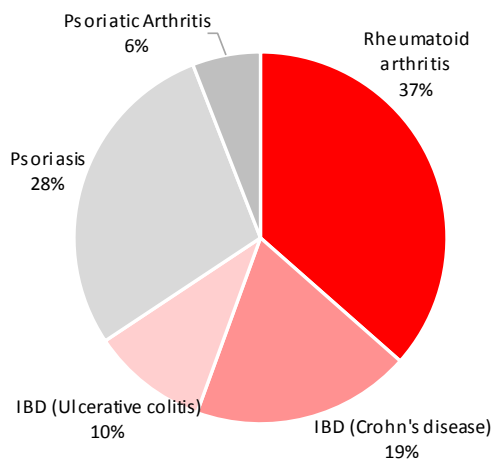


도표 4 미국 레미케이드의 적응증별 처방 비율



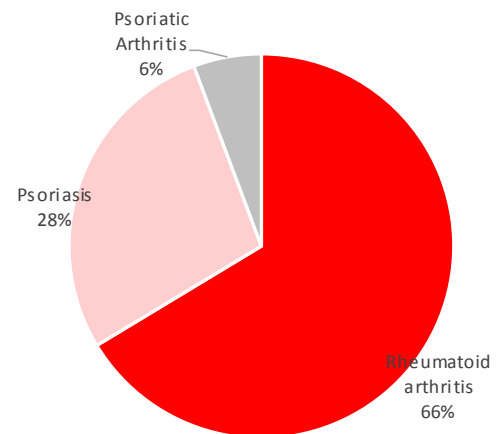
자료: 업계자료, 유진투자증권

도표 5 미국의 휴미라 적응증별 처방 비율



자료: 업계자료, 유진투자증권

도표 6 미국의 엔브렐 적응증별 처방 비율



자료: 업계자료, 유진투자증권



셀트리온(068270.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
자산총계	2,322.4	2,748.2	2,967.0	3,255.5	3,519.0
유동자산	793.0	1,096.8	1,225.2	1,420.0	1,574.0
현금성자산	118.5	155.9	260.3	299.8	330.5
매출채권	418.6	677.6	685.0	730.0	783.0
재고자산	223.6	233.8	250.0	360.0	430.0
비유동자산	1,529.3	1,651.4	1,741.7	1,835.5	1,945.0
투자자산	29.6	56.0	64.4	66.7	69.1
유형자산	898.2	897.6	901.7	925.9	971.0
기타	601.6	697.8	775.7	842.8	904.9
부채총계	974.6	938.4	799.9	736.1	498.4
유동부채	493.9	665.8	592.8	568.9	331.0
매입채무	46.6	22.5	87.0	112.0	102.0
유동성이자부채	404.1	540.5	402.0	352.0	217.0
기타	43.2	102.8	103.8	104.8	12.0
비유동부채	480.7	272.6	207.1	167.2	167.4
비유동기타부채	479.3	270.9	202.2	162.2	162.2
기타	1.4	1.7	4.9	5.0	5.2
자본총계	1,347.8	1,809.8	2,167.6	2,519.9	3,021.2
자본지분	1,247.4	1,694.2	2,038.9	2,391.2	2,892.5
자본금	103.6	112.4	116.4	116.4	116.4
자본잉여금	365.4	648.6	734.4	734.4	734.4
이익잉여금	845.0	994.0	1,189.3	1,541.6	2,042.9
기타	(66.7)	(60.9)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
비자본지분	100.4	115.6	128.7	128.7	128.7
자본총계	1,347.8	1,809.8	2,167.6	2,519.9	3,021.2
총차입금	883.4	811.4	604.2	514.2	379.2
순차입금	764.9	655.5	343.9	214.4	48.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	145.2	77.6	211.5	327.4	403.4
당기순이익	117.5	158.3	199.5	358.1	524.5
자산상각비	76.3	82.2	90.8	98.4	104.8
기타비현금성손익	25.3	111.7	(131.9)	0.2	0.2
운전자본증감	(115.7)	(253.9)	53.0	(129.3)	(226.1)
매출채권감소(증가)	(72.0)	(280.2)	(13.4)	(45.0)	(53.0)
재고자산감소(증가)	(22.5)	(20.2)	(23.9)	(110.0)	(70.0)
매입채무증가(감소)	(10.0)	0.8	18.5	25.0	(10.0)
기타	(11.2)	45.8	71.9	0.7	(93.1)
투자활동현금흐름	(106.3)	(166.9)	(194.1)	(192.4)	(214.7)
단기투자자산감소	6.2	4.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(31.5)	(50.6)	(40.1)	(58.8)	(80.9)
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(103.9)	(133.3)	(131.1)	(131.1)	(131.1)
재무활동현금흐름	(11.3)	130.4	87.0	(95.8)	(158.3)
차입금증가	(5.9)	158.6	(62.2)	(90.0)	(135.0)
자본증가	32.4	9.2	149.2	(5.8)	(23.3)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	5.8	23.3
현금 증감	28.0	41.2	104.4	39.2	30.5
기초현금	80.8	108.8	149.9	254.3	293.6
기말현금	108.8	149.9	254.3	293.6	324.0
Gross cash flow	289.1	352.1	158.4	456.7	629.5
Gross investment	228.3	425.0	141.0	321.4	440.6
Free cash flow	60.9	(72.8)	17.5	135.3	189.0

자료: 유전투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	471.0	603.4	676.2	879.4	1,211.5
증가율(%)	108.2	28.1	12.1	30.1	37.8
매출원가	129.9	234.6	257.9	268.4	337.5
매출총이익	341.1	368.8	418.3	611.1	874.0
판매 및 일반관리비	139.7	137.2	143.3	146.2	187.5
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	201.5	259.0	275.0	464.9	686.5
증가율(%)	101.8	28.5	6.2	69.0	47.7
EBITDA	277.7	341.1	365.8	563.3	791.3
증가율(%)	88.2	22.8	7.2	54.0	40.5
영업외손익	(52.4)	(95.8)	(28.5)	(17.2)	(14.0)
이자수익	10.2	7.1	7.8	10.8	12.0
이자비용	38.3	47.7	24.0	28.0	26.0
자본법손익	(4.8)	(0.1)	0.1	0.0	0.0
기타영업손익	(19.4)	(55.1)	(12.4)	0.0	0.0
세전순이익	149.1	163.1	246.5	447.7	672.5
증가율(%)	28.9	9.4	51.1	81.6	50.2
법인세비용	31.6	4.8	47.0	89.5	147.9
당기순이익	117.5	158.3	199.5	358.1	524.5
증가율(%)	14.7	34.7	26.1	79.5	46.5
지배주주지분	112.7	154.1	191.4	351.6	516.1
증가율(%)	10.0	36.8	24.2	83.7	46.8
비지배지분	4.8	4.2	8.2	6.6	8.4
EPS	1,008	1,335	1,649	3,020	4,434
증가율(%)	9.8	32.5	23.5	83.1	46.8
수정EPS	1,008	1,335	1,649	3,020	4,434
증가율(%)	9.8	32.5	23.5	83.1	46.8

주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,008	1,335	1,649	3,020	4,434
BPS	11,149	14,636	17,515	20,541	24,847
DPS	0	0	50	200	300
밸류에이션(배,%)					
PER	37.4	63.3	65.0	35.5	24.2
PBR	3.4	5.8	6.1	5.2	4.3
EV/ EBITDA	18.3	30.9	35.4	22.7	16.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
PCR	14.6	27.7	78.5	27.3	19.8
수익성(%)					
영업이익률	42.8	42.9	40.7	52.9	56.7
EBITDA이익률	59.0	56.5	54.1	64.0	65.3
순이익률	24.9	26.2	29.5	40.7	43.3
ROE	10.1	10.8	10.7	16.2	19.9
ROIC	8.4	11.1	9.0	14.2	18.5
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	56.8	36.2	15.9	8.5	1.6
유동비율	160.6	164.8	206.7	249.6	475.5
이자보상배율	7.2	6.4	17.0	27.0	49.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
매출채권회전율	1.4	1.1	1.0	1.2	1.6
재고자산회전율	2.6	2.6	2.8	2.9	3.1
매입채무회전율	14.1	17.5	12.4	8.8	11.3



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	5%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	83%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2016.6.30 기준)

