



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

셀트리온 (068270)

램시마 국내매출 추이 주목

투자의견: BUY (M)

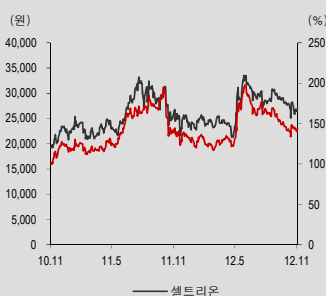
목표주가: 33,000원 (M)

제약/바이오

주가	27,100원
자본금	873억원
시가총액	47,326억원
주당순자산	6,315원
부채비율	46.40%
총발행주식수	174,634,760주
60일 평균 거래대금	320억원
60일 평균 거래량	1,123,238주
52주 고	33,550원
52주 저	21,289원
외인지분율	27.09%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 40인
	30.09%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	(3.9)	(31.3)
상대	(3.2)	9.9	1.7
절대(달러환산)	0.2	(0.1)	(29.3)



자료: Datastream



Why This Report

전일 2시간에 걸친 셀트리온제약 기업설명회가 있었습니다. Q&A 내용 중 최근 Celltrion GSC가 일본 Orix Corporation에 Celltrion 지분 2.15%(1,000억원)을 매도하여 확보한 자금이나, 조만간 정관변경을 통해 CB, BW 등의 발행한도를 늘리는 것은 Financing 목적 및 일부 공매도 세력에 대응하기 위한 의도도 있는 것 같습니다. 어쨌거나 드디어 국내 판매가 시작되어 향후 매출 추이가 궁금해집니다~^^

Investment Point

예상 수준의 3분기 실적, 4분기 매출 증가 전망

▶ K-IFRS 별도 기준 동사 3분기 잠정 실적은 매출액 809억원(+11.3% YoY, +1.0% QoQ), 영업이익 453억원(-4.6% YoY, +2.7% QoQ, OPM 56.0%), 순이익 380억원(-9.5% YoY, -6.6% QoQ)으로 Consensus에 부합하였다.

램시마(Remicade 바이오시밀러, 류마티스 관절염 치료제) 매출 1,551억 전망

▶ 동사는 램시마가 20~50% 낮은 약가를 바탕으로 보험 비급여 환자로부터 상당한 신규 수요를 이끌어낼 것으로 보고, 현재 1%에 불과한 류마티스 관절염(RA: Rheumatoid Arthritis) 환자의 생물학적 제제 처방 비중이 미국/일본 수준인 12%에 근접하게 증가할 것으로 기대하고 있다.

주주친화적 입장 확인

▶ 최근 Celltrion GSC가 일본 Orix Corporation에 Celltrion 지분 2.15%(1,000억원)을 매도하여 확보한 자금이나, 조만간 정관변경을 통해 CB, BW 등의 발행한도를 늘리는 것은 향후 Biosimilar 개발을 위한 Financing 목적 및 일부 공매도 세력에 대응하기 위한 의도도 있는 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지

- 4분기 매출 및 실적 증가 전망, 국내 판매사 셀트리온제약에 대해 매우 높은 실적 전망 제시
- 세계 최초로 글로벌 스탠다드에 맞는 Biosimilar 램시마 출시, 향후 국내 매출 추이 주목

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,809	2,786	3,301	3,717	4,275
매출액증가율	24.3	54.0	18.5	12.6	15.0
영업이익	1,066	1,818	1,760	2,007	2,313
조정영업이익	1,066	1,805	1,763	2,011	2,317
지배주주귀속 순이익	1,084	1,700	1,687	2,088	2,591
지배주주 귀속 EPS	946	1,461	967	1,195	1,484
증가율	73.9	54.4	-33.8	23.6	24.2
PER	23.2	26.3	28.0	22.7	18.3
PBR	3.3	4.7	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	22.2	24.3	23.1	19.0	16.4
ROA	12.6	13.3	11.2	12.3	13.5
ROE	20.3	20.2	16.9	17.6	18.4

자료: 동양증권

■ 예상 수준의 3분기 실적, 4분기 매출 증가 전망

K-IFRS 별도 기준 동사 3분기 잠정 실적은 매출액 809억원(+11.3% YoY, +1.0% QoQ), 영업이익 453억원(-4.6% YoY, +2.7% QoQ, OPM 56.0%), 순이익 380억원(-9.5% YoY, -6.6% QoQ) 으로 Consensus 에 부합하였다:

- **매출** : 동사는 최근 올해 매출액 가이드스를 4,449억원에서 3500억원 전후로 하향하였으며, 오는 4분기에 가장 높은 매출이 발생할 것으로 예상하고 있다. 올해 매출은 셀트리온헬스케어가 신흥시장(브라질, 인도, 중국 등) 직접판매를 위해 발주한 램시마(Remicade 바이오시밀러) 및 CT-P06(Herceptin 바이오시밀러) 물량이 대부분인데, CT-P06의 개발이 예상보다 지연되면서(4페이지 참조) 매출 전망이 하향조정되었다.
- **영업이익** : CT-P27(신종플루 항체 치료제) 등 신약개발과 관련된 설비 가동으로 인한 비용이 조업도 손실로 원가가 아닌 연구개발비로 계상되었고, CT-P27 전임상 진행에 따라 연구개발비가 증가하였다. 따라서 원가율은 감소하였지만, 경상연구개발비는 증가하였다.
- **금융손익** : 램시마 승인으로 개발비의 상각이 시작되어 금융비용 자본화 부분이 감소함에 따라, 금융비용이 증가하였다.

셀트리온 3 분기 경영실적

(단위: 억원)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	YoY	QoQ	3Q12F(동양)	3Q12F(Consensus)
매출액	727	773	798	801	809	11.3%	1.0%	852	804
매출원가	148	124	218	263	132	-10.8%	-49.8%		
COGS%	20.4%	16.0%	27.3%	32.8%	16.3%				
매출총이익	579	649	581	539	677	16.9%	25.6%		
판관비	63	88	75	72	72	14.3%	0.0%		
SG&A%	8.7%	11.4%	9.4%	9.0%	8.9%				
경상연구개발비	48	47	35	54	154	220.8%	185.2%		
기타영업손익	7	9	-37	29	1	-85.7%	-96.6%		
영업이익	475	523	434	441	453	-4.6%	2.7%	453	435
OPM%	65.3%	67.7%	54.4%	55.1%	56.0%			53.2%	54.1%
금융손익	10	15	-12	-14	-23	-330.0%	64.3%		
기타영업외손익	-8	-3	-1	-11	-5	-37.5%	-54.5%		
세전계속사업이익	477	535	421	416	425	-10.9%	2.2%	466	460
법인세비용	57	70	6	9	45	-21.1%	400.0%		
유효법인세율	12%	13%	1%	2%	11%				
당기순이익	420	465	415	407	380	-9.5%	-6.6%	409	383
NPM%	57.8%	60.2%	52.0%	50.8%	47.0%			48.0%	47.6%

자료: 동양증권 리서치센터

■ 주요 Product Pipeline 개발 현황

1) 램시마(Remsima: Remicade 바이오시밀러, 류마티스 관절염 치료제)

▶ **개발 현황** : 2012년 7월 국내 허가, 2013년 상반기 유럽 허가 기대

▶ 가격 정책

- Remsima 출시로 오리지널인 Remicade 가격 30% 인하, 두 제품의 가격 차이는 5%
 - Remicade(MSD) 약가 : 390,412원/vial
 - Remsima(Celltrion) 약가 : 370,892원/vial
- 해외 출시를 고려하여 국내에서 가능한 최고가로 출시했으나, 비급여 환자를 대상으로 소득에 따라 20~50%의 약가를 국내 판매회사인 셀트리온제약이 지원한다(25% 지원이 가장 많을 듯).

Remsima 의료비 지원률				(단위: 원)
연간 소득	지원률	지원 후 실제 지불약가	월 지불약가(60kg 기준)	연간 지불약가
1,000만원 미만	50%	185,446	370,892	4,450,704
1,000만원 이상~3,100만원 미만	30%	259,624	519,248	6,230,976
3,100만원 이상~5,900만원 미만	25%	278,169	556,338	6,676,056
5,900만원 이상~9,800만원 미만	20%	296,714	593,428	7,121,136

자료: 동양증권 리서치센터

▶ Remsima 국내 매출 전망

- 동사는 램시마가 20~50% 낮은 약가를 바탕으로 보험 비급여 환자로부터 상당한 신규 수요를 이끌어낼 것으로 보고, 현재 1%에 불과한 류마티스 관절염(RA: Rheumatoid Arthritis) 환자의 생물학적 제제 처방 비중이 미국/일본 수준인 12%에 근접하게 증가할 것으로 기대하고 있다.
- 참고로 램시마의 국내 판매처인 셀트리온의 내년 램시마 매출 목표는 1,551억원이다:
 신규 시장 2,100억원 = 치료중인 RA 환자 320,000명 x 처방비율 10% x 연치료비 668만원

셀트리온제약 매출 및 손익 계획				(단위: 억원)
	2012F	2013F	YoY%	
매출액	523	2,041	290.2%	
바이오 부문	100	1,551	1451.0%	
케미칼 부문	423	490	15.8%	
총원가	176	993	464.2%	
COGS%	33.7%	48.7%		
영업이익	58	303	422.4%	
OPM%	11.1%	14.8%		
당기순이익	45	236	424.4%	
NPM%	8.6%	11.6%		

자료: 동양증권 리서치센터

셀트리온 제약의 의료비 지원사업



자료: 동양증권 리서치센터

2) CT-P06(Herceptin 바이오시밀러, 유방암 치료제)

동사의 두 번째 Biosimilar 인 CT-P06의 경우, 램시마와 달리 일부 해외 허가당국이 1년치 안전성 자료(Safety Data)를 일시에 요구함에 따라 허가 신청이 예상보다 지연되었다. 지난 7월초 최종 Safety Data를 확보하였으며, 현재 승인 신청을 준비 중이다.

3) CT-P10(Rituxan 바이오시밀러, 림프종 치료제)

동사의 두 번째 Biosimilar 인 CT-P10은 현재 글로벌 1상 임상시험 진행 중인데, 글로벌 경쟁사들이 최근 잇따라 임상을 중단함에 따라 Rituxan에 대해서도 동사가 경쟁사 보다 앞서 Biosimilar를 출시할 가능성이 증가하였다.

리툭산 바이오시밀러 개발 경쟁 현황

기업명	글로벌 임상 현황
Sandoz	3상 임상시험 진행 중(Seeking Alpha, 2012.07.30)
Pfizer	1,2상 임상시험 진행 중(Seeking Alpha, 2012.07.30)
Boehringer Ingelheim	미국과 유럽 식약청의 가이드라인을 모두 충족시키는 임상계획하에 306명 환자 모집 중(Bloomberg, 2012.10.05)
Celltrion	1상 임상시험 진행 중
Teva and Lonza	미국과 유럽 식약청의 가이드라인을 모두 충족시키기 위해 544명 환자대상의 임상3상 중단(Bloomberg, 2012.10.03)
Samsung Biologics	미국과 유럽 식약청의 가이드라인을 모두 충족시키기 위해 8개월간 진행된 임상3상 중단(아시아경제 : 2012.10.18)

자료: 동양증권 리서치센터

■ 주주친화적 입장 확인

최근 Celltrion GSC가 일본 Orix Corporation에 Celltrion 지분 2.15%(1,000억원)을 매도하여 확보한 자금이나, 조만간 정관변경을 통해 CB, BW 등의 발행한도를 늘리는 것은 향후 Biosimilar 개발을 위한 Financing 목적 및 일부 공매도 세력에 대응하기 위한 의도도 있는 것으로 보이며, 이는 그동안 동사가 보여준 주주친화적 태도와 일맥상통한다고 생각된다.

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,809	2,786	3,301	3,717	4,275
매출원가	394	506	957	1,074	1,193
매출총이익	1,415	2,280	2,344	2,643	3,082
판매비	349	475	581	632	765
조정영업이익	1,066	1,805	1,763	2,011	2,317
기타영업손익	0	13	-3	-4	-4
외환관련손익	0	-5	-3	-3	-3
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	18	0	-1	-1
영업이익	1,066	1,818	1,760	2,007	2,313
EBITDA	1,205	1,984	2,189	2,588	2,895
영업외손익	32	38	82	272	516
외환관련손익	-1	-2	-2	-2	-2
이자손익	49	69	112	302	546
관계기업관련손익	-3	0	0	0	0
기타	-13	-29	-29	-29	-29
법인세비용차감전순이익	1,099	1,856	1,841	2,279	2,829
법인세비용	15	156	155	191	237
계속사업순이익	1,084	1,700	1,687	2,088	2,591
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,084	1,700	1,687	2,088	2,591
지배지분순이익	1,084	1,700	1,687	2,088	2,591
포괄순이익	1,084	1,730	1,716	2,117	2,621
지배지분포괄이익	1,084	1,730	1,716	2,117	2,621

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	336	641	1,901	2,499	2,903
당기순이익	1,084	1,700	1,687	2,088	2,591
감가상각비	94	108	361	342	317
외환손익	0	2	5	5	5
종속, 관계기업관련손익	3	0	0	0	0
자산부채의 증감	-956	-1,142	-265	-220	-320
기타현금흐름	112	-27	113	283	310
투자활동 현금흐름	-2,663	-1,081	-1,524	-754	-790
투자자산	-79	19	38	38	38
유형자산 증가 (CAPEX)	-776	-1,075	-225	-225	-225
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-1,808	-26	-1,338	-568	-604
재무활동 현금흐름	2,429	611	1,326	978	978
단기차입금	-548	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	778	0	0	0	0
자본	2,104	36	291	0	0
현금배당	0	-87	-115	-173	-173
기타현금흐름	94	662	1,151	1,151	1,151
연결범위변동 등 기타	0	0	-1,405	-1,405	-1,405
현금의 증감	102	171	297	1,317	1,686
기초 현금	190	292	462	760	2,077
기말 현금	292	462	760	2,077	3,763
NOPLAT	1,066	1,818	1,760	2,007	2,313
FCF	-542	-385	1,551	1,975	2,156

자료: 동양증권

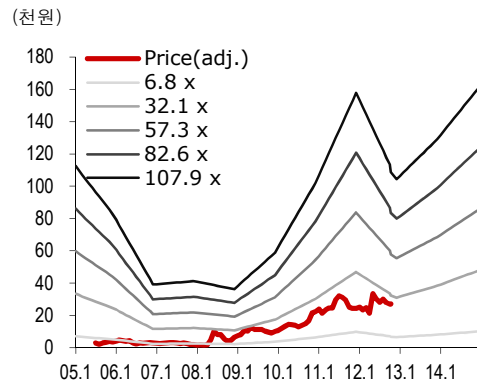
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,659	2,752	3,415	5,027	7,108
현금및현금성자산	292	462	760	2,077	3,763
매출채권 및 기타채권	843	1,599	1,891	2,127	2,442
재고자산	217	397	471	530	610
비유동자산	8,896	11,301	12,564	12,905	13,280
유형자산	6,408	7,532	7,396	7,279	7,187
관계기업등 지분관련자산	187	162	124	86	47
기타투자자산	377	237	237	237	237
자산총계	11,555	14,053	15,978	17,931	20,388
유동부채	1,738	3,758	3,791	3,800	3,808
매입채무 및 기타채무	328	538	571	580	588
단기차입금	422	1,597	1,597	1,597	1,597
유동성장기부채	808	1,433	1,433	1,433	1,433
비유동부채	2,018	1,274	1,274	1,274	1,274
장기차입금	1,520	1,095	1,095	1,095	1,095
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,756	5,031	5,065	5,073	5,082
지배지분	7,799	9,022	10,914	12,858	15,306
자본금	580	583	873	873	873
자본잉여금	3,902	3,959	3,959	3,959	3,959
이익잉여금	1,731	4,882	6,453	8,368	10,787
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	7,799	9,022	10,914	12,858	15,306
순차입금	1,520	3,563	3,266	1,948	263
총차입금	2,750	4,125	4,125	4,125	4,125

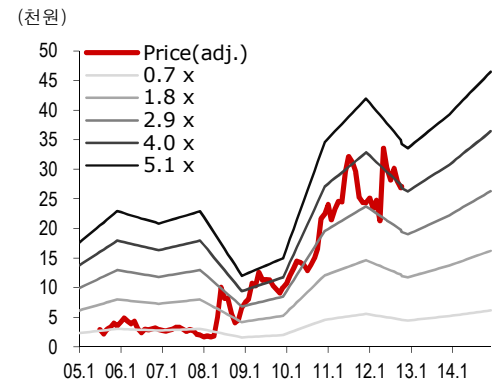
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	946	1,461	967	1,195	1,484
BPS	6,724	8,162	6,530	7,643	9,045
EBITDAPS	1,051	1,705	1,255	1,482	1,658
SPS	1,579	2,394	1,892	2,129	2,448
DPS	75	100	100	100	100
PER	23.2	26.3	28.0	22.7	18.3
PBR	3.3	4.7	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	22.2	24.3	23.1	19.0	16.4
PSR	13.9	16.0	14.3	12.7	11.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	24.3	54.0	18.5	12.6	15.0
영업이익 증가율 (%)	48.6	70.5	-3.2	14.0	15.2
조정영업이익 증가율 (%)	48.6	69.3	-2.3	14.1	15.2
지배순이익 증가율 (%)	85.1	56.9	-0.8	23.8	24.1
매출총이익률 (%)	78.2	81.8	71.0	71.1	72.1
영업이익률 (%)	58.9	65.3	53.3	54.0	54.1
조정영업이익률 (%)	58.9	64.8	53.4	54.1	54.2
지배순이익률 (%)	59.9	61.0	51.1	56.2	60.6
EBITDA 마진 (%)	66.6	71.2	66.3	69.6	67.7
ROIC	15.4	16.4	13.0	13.6	14.8
ROA	12.6	13.3	11.2	12.3	13.5
ROE	20.3	20.2	16.9	17.6	18.4
부채비율 (%)	48.2	55.8	46.4	39.5	33.2
순차입금/자기자본 (%)	19.5	39.5	29.9	15.2	1.7
영업이익/금융비용 (배)	99.6	72.5	70.2	80.1	92.3

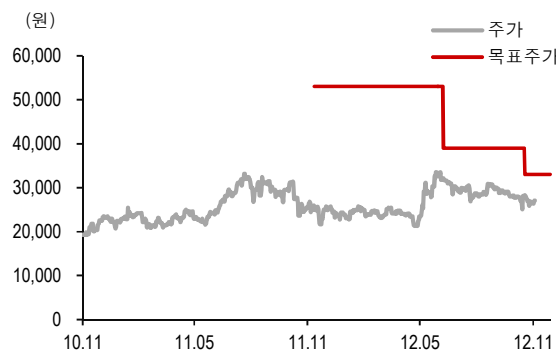
PER Band chart



PBR Band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



날	투자의견	목표주가
2012-11-08	BUY	33,000
2012-10-22	BUY	33,000
2012-06-12	BUY	39,000
2012-06-04	BUY	53,000
2012-05-04	BUY	53,000
2011-11-28	BUY	53,000
2011-11-16	BUY	53,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 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 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 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.