2017년 8월 29일 I Equity Research

셀트리온 (068270)

인플렉트라 장기적 우상향 트렌드 관점에서 접근

인플렉트라 처방금액 945만 달러

7월 미국 인플렉트라 처방금액은 945만 달러로 전월대비 8.7% 증가하는데 그쳤다. 월간 증가율이 둔화된 양상이다. 그 보다 전에 발표된 2분기 화이자사의 실적발표에서 인플렉트라의 매출액은 2,300만 달러 수준으로 시장의 기대에 부흥하지 못하였다. 미국에서 최초로 출시된 작시오의 경우 9개월만에 처방금액 920만 달러로 약 13.6% 시장 점유율을 보인 점을 고려하면 처방 금액 증가율이나 매출액이나 모두 작시오 대비 미치지 못하고 있다.

인플렉트라의 부진은 가격 탓?

2분기 램시마의 오리지널인 J&J의 레미케이드 매출액이 전년대비 14%나 감소하면서 시장에 충격을 주었었다. J&J 측은 물량 감소는 5%에 지나지 않는다고 애써 레미케이드의 선전을 강조하였으나, 결국 매출액이 14%나 감소했다는 점은 레미케이드 가격이 많이 하락했음을 의미하고 있다. J&J사가 레미케이드의 WAC(Wholesale Acquisition Cost)을 올해 상반기에 지난 분기들과 유사하게 4.9% 증가시켰음에도 매출액이 감소했다라는 점은 결국 GPO(Group Purchasing Organization)나 보험사들에게 기존보다 많은 리베이트를 지급한 것으로 추정할 수 있다. 일반적으로 제조사의 매출액으로 인식되는 NSP(Net Sales Price)는 WAC에서 GPO나 보험사에 제공되는 리베이트가 제외된 금액이기 때문이다. 이는 오리지널사가 바이오시밀러의 침투를 막기 위한 전략이라 볼 수 있으며, 미국 CMS(Center for Medicare & Medicaid Service)에서 분기별 공시하는 17년 3분기 ASP(Average Sales Price)는 두 제품 당 큰 가격차이를 보이고 있지 않다(레미케이드 857달러 vs. 램시마 802달러).

둔화된 성장률로 성급한 판단은 금물

유럽에서 램시마는 2013년 9월부터 시판하기 시작해서 2014년 1%, 2015년 11%, 2016년 30%, 2017년 현재 42% 시장을 점유하고 있다. 즉 유럽에서도 초기에는 매우 느린 속도로 시장점유율을 확대시켰었다. 유럽보다 바이오시밀러에 대해 비우호적이고 가격에 대한 민감도가 더 높은 미국시장을 고려할 때 단순한 월별 증가율보다는 전체적으로 증가하고 있는 트렌드를 먼저 볼 필요가 있다. 가격적인 측면에서도 유럽에서 평균 할인율이 40%이고, 원래 오리지널 레미케이드의 유럽에서의 가격이 미국보다 평균 20% 이상 저렴한 점을 고려하면 아직 미국시장에서의 가격은 셀트리온 마진 훼손 없이 더 할인시킬 수 있는 여지는 충분하다고 할 수 있다.

Update

BUY

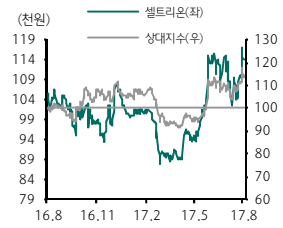
I TP(12M): 145,000원 I CP(8월 28일): 114,100원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	652.92
52주 최고/최저(원)	117,000/88,100
시가총액(십억원)	13,992.7
시가총액비중(%)	6.31
발행주식수(천주)	122,635.2
60일 평균 거래량(천주)	770.8
60일 평균 거래대금(십억원)	84.5
17년 배당금(예상,원)	0
17년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	25.02
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 45 인	22.64
Ion Investments B.V.	14.28

주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.1	12.4	9.5
상대	5.1	5.4	14.2

Consensus Data	2017	2018
매출액(십억원)	940.5	1,268.0
영업이익(십억원)	461.3	658.8
순이익(십억원)	360.1	506.3
EPS(원)	2,917	4,167
BPS(원)	19,375	23,089

Stock Price



Financial Data

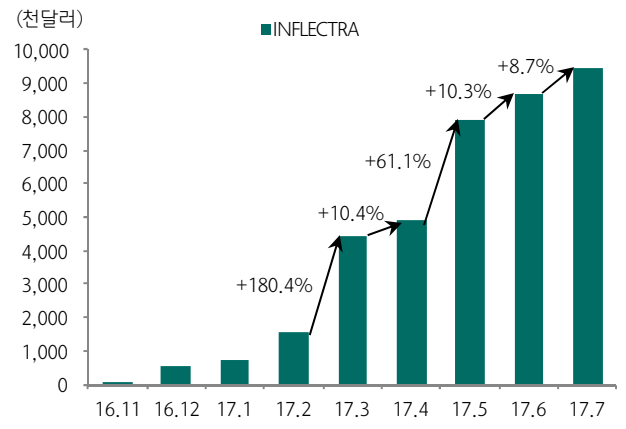
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	603.4	670.6	915.2	1,139.3	1,266.1
영업이익	십억원	259.0	249.7	461.4	571.1	634.6
세전이익	십억원	163.1	229.3	454.8	568.1	637.5
순이익	십억원	154.1	178.0	341.0	425.9	477.9
EPS	원	1,286	1,456	2,782	3,308	3,535
증감률	%	34.0	13.2	91.1	18.9	6.9
PER	배	62.62	73.79	41.01	34.49	32.27
PBR	배	5.51	6.40	5.84	5.46	4.91
EV/EBITDA	배	30.08	38.63	25.19	20.29	17.79
ROE	%	10.48	9.50	15.33	16.33	15.62
BPS	원	14,623	16,794	19,550	20,883	23,256
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

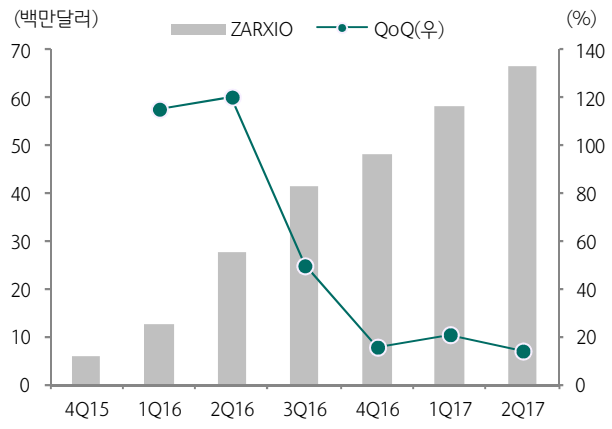
하나금융투자

그림 1. Inflectra 처방금액 추이



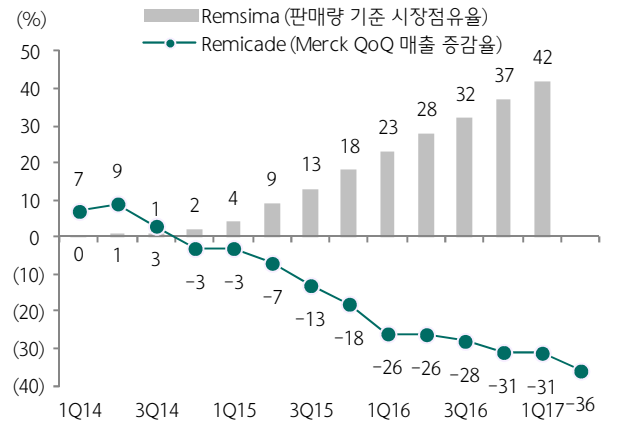
자료: 심포니 헬스 솔루션, 하나금융투자

그림 2. Zarxio 처방금액 추이



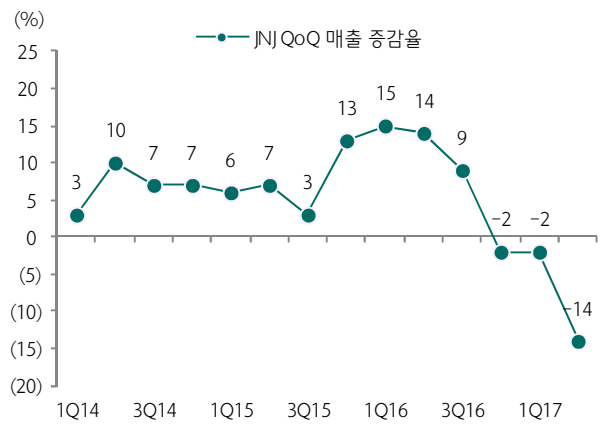
자료: 심포니 헬스 솔루션, 하나금융투자

그림 3. 램시마/인플렉트라 매출 추이(유럽)



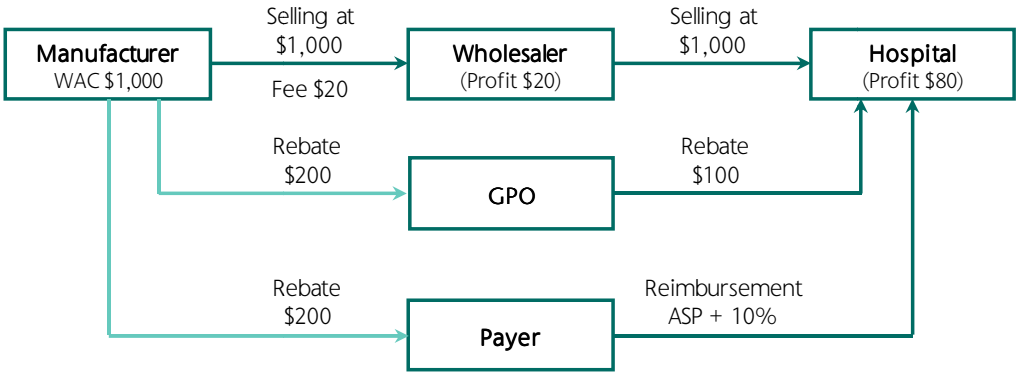
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 레미케이드 매출 추이(미국)



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 미국 의약품 가격구조



- **Profit of Hospital** = - $1,000(purchase from wholesaler) + $100(rebate from GPO) + $990(reimbursement from payer) = $90
- **NSP of MNF**= $1,000(WAC) - $20(fee to wholesaler) - $200(rebate to GPO) - $200(rebate to payer) = $580

자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

표 1. 셀트리온 단일판매 및 공급계약체결

(단위: 십억원, %)

일자	계약상대방	계약금액	판매 및 공급계약 내용	해당 분기	해당 분기 매출액	매출액 대비 비중
2014-09-24	셀트리온헬스케어	80.0	램시마 판매	3Q14	84.6	94.6
2014-12-23	셀트리온헬스케어	80.0	램시마 판매	4Q14	83.6	95.7
2015-02-10	셀트리온헬스케어	77.1	램시마 판매	1Q15	81.7	94.4
2015-05-12	셀트리온헬스케어	133.0	램시마 판매	2Q15	148.9	89.3
2015-07-30	셀트리온헬스케어	135.1	램시마 판매	3Q15	149.5	90.3
2015-12-14	셀트리온헬스케어	119.2	램시마 판매	4Q15	148.6	80.2
2016-03-22	셀트리온헬스케어	85.2	램시마 판매	1Q16	90.9	93.7
2016-06-21	셀트리온헬스케어	145.6	램시마 판매	2Q16	159.9	91.0
2016-09-20	셀트리온헬스케어	134.9	램시마 판매	3Q16	146.5	92.1
2016-12-21	셀트리온헬스케어	149.1	램시마 판매	4Q16	180.2	82.7
2017-01-26	셀트리온헬스케어	53.3	램시마 판매	1Q17		
2017-02-22	셀트리온헬스케어	56.8	램시마 판매	1Q17	175.8	94.9
2017-03-27	셀트리온헬스케어	56.8	램시마 판매	1Q17		
2017-04-19	셀트리온헬스케어	60.4	램시마 판매	2Q17		
2017-05-25	셀트리온헬스케어	67.5	램시마 판매	2Q17	216.3	92.5
2017-06-22	셀트리온헬스케어	72.2	램시마, 트룩시마 판매	2Q17		
2017-07-26	셀트리온헬스케어	51.5	램시마, 트룩시마 판매	3Q17	-	-
2017-08-17	셀트리온헬스케어	57.0	램시마, 트룩시마 판매	3Q17		

주: 2017년부터 분기별 공시에서 월별 공시로 변경
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 2. 셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	16	17F
매출액	**108.5**	**185.0**	**168.3**	**208.8**	**196.6**	**246.1**	**215.5**	**256.9**	**670.6**	**915.2**
YoY	11.1%	10.1%	-0.7%	24.1%	81.3%	33.0%	28.1%	23.0%	11.1%	36.5%
바이오의약품	90.9	159.9	146.5	180.3	175.8	216.3	190.4	216.4	577.6	798.9
YoY	11.2%	7.4%	-2.0%	21.3%	93.4%	35.2%	30.0%	20.0%	9.2%	38.3%
합성의약품 1)	17.5	24.9	21.2	38.0	20.2	29.9	24.4	39.9	101.6	114.4
YoY	11.4%	31.8%	11.6%	100.7%	15.6%	20.0%	15.0%	5.0%	40.1%	12.6%
기타	0.1	0.2	0.5	(9.5)	0.6	(0.0)	0.6	0.6	1.3	1.6
YoY	-67.8%	-3.7%	-43.4%	-1393.8%	837.5%	-108.8%	20.1%	-106.7%	-37.2%	22.6%
매출원가	**41.8**	**73.9**	**57.0**	**101.2**	**77.3**	**71.7**	**74.1**	**96.2**	**274.0**	**319.3**
YoY	20.6%	28.6%	-14.8%	34.1%	84.9%	-3.0%	30.0%	-5.0%	16.8%	16.5%
매출총이익	**66.6**	**111.1**	**111.3**	**107.6**	**119.3**	**174.4**	**141.4**	**160.7**	**396.6**	**595.9**
YoY	5.8%	0.5%	8.5%	15.9%	79.0%	57.0%	27.1%	49.4%	7.5%	50.2%
GPM	61.4%	60.0%	66.1%	51.5%	60.7%	70.9%	65.6%	62.6%	59.1%	65.1%
판매관리비	**39.7**	**34.0**	**37.3**	**36.0**	**29.9**	**36.1**	**33.7**	**34.8**	**146.9**	**134.5**
YoY	79.9%	15.4%	26.8%	24.1%	-24.6%	6.2%	-9.7%	-3.2%	33.7%	-8.4%
판관비율	36.6%	18.4%	22.1%	17.2%	15.2%	14.7%	15.6%	13.6%	21.9%	14.7%
영업이익	**27.0**	**77.1**	**74.0**	**71.6**	**89.4**	**138.3**	**107.8**	**125.9**	**249.7**	**461.4**
YoY	-34.0%	-4.9%	1.2%	12.2%	231.3%	79.4%	45.6%	75.8%	-3.6%	84.8%
OPM	24.9%	41.7%	44.0%	34.3%	45.5%	56.2%	50.0%	49.0%	37.2%	50.4%
당기순이익	**11.8**	**59.6**	**58.6**	**50.4**	**67.1**	**115.2**	**75.0**	**88.3**	**180.5**	**345.6**
YoY	TB	2.4%	-6.9%	-1.3%	468.5%	93.4%	28.0%	75.1%	14.0%	91.5%
(지배)순이익	**10.9**	**59.3**	**58.1**	**49.7**	**67.8**	**114.2**	**74.0**	**85.0**	**178.0**	**340.9**
YoY	TB	2.4%	-6.9%	2.7%	520.9%	92.5%	27.3%	71.2%	15.5%	91.5%
NPM	10.1%	32.0%	34.5%	23.8%	34.5%	46.4%	34.3%	33.1%	26.5%	37.3%

주1: 합성의약품 매출은 추정치
자료: 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**603.4**	**670.6**	**915.2**	**1,139.3**	**1,266.1**
매출원가	234.6	274.0	319.3	355.1	394.6
매출총이익	368.8	396.6	595.9	784.2	871.5
판관비	109.9	146.9	134.5	213.1	236.9
영업이익	**259.0**	**249.7**	**461.4**	**571.1**	**634.6**
금융손익	(31.2)	(9.8)	(7.0)	(3.4)	2.5
종속/관계기업손익	0.2	0.6	0.8	0.9	1.0
기타영업외손익	(64.9)	(11.2)	(0.3)	(0.5)	(0.6)
세전이익	**163.1**	**229.3**	**454.8**	**568.1**	**637.5**
법인세	4.8	48.9	109.2	136.3	153.0
계속사업이익	158.3	180.5	345.7	431.7	484.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**158.3**	**180.5**	**345.7**	**431.7**	**484.5**
비지배주주지분 순이익	4.2	2.5	4.7	5.9	6.6
지배주주순이익	**154.1**	**178.0**	**341.0**	**425.9**	**477.9**
지배주주지분포괄이익	159.2	176.0	340.9	425.8	477.8
NOPAT	251.3	196.5	350.6	434.0	482.3
EBITDA	341.1	338.4	563.5	675.6	741.3
성장성(%)					
매출액증가율	28.1	11.1	36.5	24.5	11.1
NOPAT증가율	58.3	(21.8)	78.4	23.8	11.1
EBITDA증가율	22.8	(0.8)	66.5	19.9	9.7
영업이익증가율	28.5	(3.6)	84.8	23.8	11.1
(지배주주)순익증가율	36.7	15.5	91.6	24.9	12.2
EPS증가율	34.0	13.2	91.1	18.9	6.9
수익성(%)					
매출총이익률	61.1	59.1	65.1	68.8	68.8
EBITDA이익률	56.5	50.5	61.6	59.3	58.5
영업이익률	42.9	37.2	50.4	50.1	50.1
계속사업이익률	26.2	26.9	37.8	37.9	38.3

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,286	1,456	2,782	3,308	3,535
BPS	14,623	16,794	19,550	20,883	23,256
CFPS	2,939	3,023	4,596	5,246	5,482
EBITDAPS	2,847	2,767	4,598	5,248	5,484
SPS	5,035	5,484	7,468	8,850	9,367
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	62.6	73.8	41.0	34.5	32.3
PBR	5.5	6.4	5.8	5.5	4.9
PCFR	27.4	35.5	24.8	21.8	20.8
EV/EBITDA	30.1	38.6	25.2	20.3	17.8
PSR	16.0	19.6	15.3	12.9	12.2
재무비율(%)					
ROE	10.5	9.5	15.3	16.3	15.6
ROA	6.1	6.2	10.5	11.5	11.3
ROIC	11.1	7.8	13.5	17.0	19.3
부채비율	51.8	37.4	35.7	33.4	30.7
순부채비율	35.6	18.3	2.0	(14.7)	(28.0)
이자보상배율(배)	8.7	17.7	34.7	40.1	41.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**1,096.8**	**1,254.1**	**1,550.4**	**1,972.9**	**2,428.9**
금융자산	167.4	276.0	677.4	1,217.4	1,798.2
현금성자산	149.9	268.4	667.0	1,204.5	1,783.9
매출채권 등	666.1	761.3	685.2	582.4	465.9
재고자산	233.8	184.8	147.8	125.6	113.1
기타유동자산	29.5	32.0	40.0	47.5	51.7
비유동자산	**1,651.4**	**1,767.9**	**1,903.7**	**1,996.6**	**2,094.0**
투자자산	23.4	21.9	29.9	37.2	41.3
금융자산	15.4	15.7	21.5	26.7	29.7
유형자산	897.6	867.9	908.0	958.0	1,018.1
무형자산	**697.8**	**848.3**	**936.1**	**971.6**	**1,004.8**
기타비유동자산	**32.6**	**29.8**	**29.7**	**29.8**	**29.8**
자산총계	**2,748.2**	**3,021.9**	**3,454.2**	**3,969.4**	**4,522.9**
유동부채	**665.8**	**610.3**	**695.1**	**777.0**	**845.1**
금융부채	540.5	471.0	521.0	571.0	621.0
매입채무 등	65.8	79.4	108.3	134.9	149.9
기타유동부채	59.5	59.9	65.8	71.1	74.2
비유동부채	**272.6**	**212.7**	**214.5**	**216.0**	**216.9**
금융부채	**270.9**	**208.0**	**208.0**	**208.0**	**208.0**
기타비유동부채	1.7	4.7	6.5	8.0	8.9
부채총계	**938.4**	**823.0**	**909.5**	**993.1**	**1,062.0**
지배주주지분	**1,694.2**	**2,053.7**	**2,394.6**	**2,820.5**	**3,298.4**
자본금	**112.4**	**116.6**	**122.4**	**128.8**	**135.6**
자본잉여금	648.6	747.6	747.6	747.6	747.6
자본조정	(69.4)	14.3	14.3	14.3	14.3
기타포괄이익누계액	8.5	6.5	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	994.0	1,168.7	1,503.8	1,923.3	2,394.4
비지배주주지분	**115.6**	**145.3**	**150.0**	**155.9**	**162.5**
자본총계	**1,809.8**	**2,199.0**	**2,544.6**	**2,976.4**	**3,460.9**
순금융부채	644.0	403.0	51.6	(438.4)	(969.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)

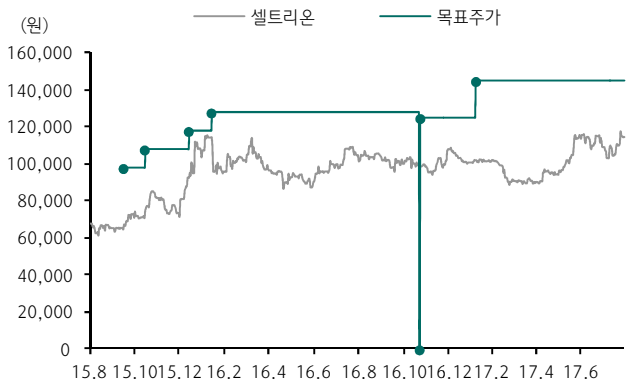
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**77.6**	**250.9**	**595.6**	**690.0**	**731.9**
당기순이익	158.3	180.5	345.7	431.7	484.5
조정	173.2	144.0	108.3	107.2	103.6
감가상각비	82.2	88.7	102.1	104.5	106.7
외환거래손익	6.2	(0.8)	1.5	4.0	5.5
지분법손익	(0.2)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.0)
기타	85.0	56.7	5.5	(0.4)	(7.6)
영업활동 자산부채 변동	(253.9)	(73.6)	141.6	151.1	143.8
투자활동 현금흐름	**(166.9)**	**(162.5)**	**(233.7)**	**(188.3)**	**(187.3)**
투자자산감소(증가)	(15.7)	2.3	(7.2)	(6.4)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(50.6)	(14.1)	(80.0)	(90.0)	(100.0)
기타	(100.6)	(150.7)	(146.5)	(91.9)	(84.2)
재무활동 현금흐름	**130.4**	**28.7**	**36.1**	**35.4**	**34.5**
금융부채증가(감소)	(72.0)	(132.5)	50.0	50.0	50.0
자본증가(감소)	286.9	99.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.5)	61.4	(13.9)	(14.6)	(15.5)
배당지급	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**41.2**	**118.5**	**398.6**	**537.4**	**579.4**
Unlevered CFO	352.1	369.7	563.2	675.3	741.1
Free Cash Flow	27.0	236.7	515.6	600.0	631.9

자료: 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가
17.2.6	BUY	145,000
16.11.22	BUY	125,000
16.11.21	Analyst Change	0
16.2.11	BUY	128,000
16.1.11	BUY	118,000
15.11.12	BUY	108,000
15.10.14	BUY	98,000

날짜	투자의견	목표주가

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.5%	11.8%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 8월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 8월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2017년 8월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.