



산업분석 | 제약/바이오

Analyst  
**신재훈**

02 3779 8808

shinjaehoon @ebestsec.co.kr

**제약/바이오****Top Picks****셀트리온**투자의견 **Buy** (유지)목표주가 **210,000** 원 (상향)**셀트리온헬스케어**투자의견 **Buy** (신규)목표주가 **80,000** 원 (신규)

# 셀트리온그룹

## 모두가 무시했지만, 이제는 어마 무시해진

### 바이오시밀러 개발 및 허가현황

- Humira: 애브비는 암젠에 Humira 지적재산권 비 독점적 사용권을 인정. 암젠의 Humira 바이오시밀러 Amgevita 미국 2023년, 유럽 2018년 10월 출시 가능. 미국 FDA 암젠의 Amgevita 2016년 9월, 베링거인겔하임 Cyltezo 2017년 8월 승인. 유럽 EMA 암젠 Amgevita 2017년 3월, 삼성바이오에피스 Imraldi 8월 승인. 베링거인겔하임 Cyltezo 9월 허가권고, 교와기린바이오로직스 FKB327 5월 승인신청
- Herceptin: 로슈는 바이오콘/밀란에 Herceptin 지적재산권 비독점적 사용권을 인정. 바이오콘/밀란 생산시설 문제로 유럽 승인신청 철회. 셀트리온 Herzuma, 암젠 ABP980 2017년 7월 미국 BLA 신청. 삼성바이오에피스 Ontruzant 2017년 9월 EMA 승인권고. 셀트리온 Herzuma 승인권고 절차인 'Day 120 List of Question' 돌입. 암젠 ABP980 2017년 3월 유럽 EMA 승인신청
- Rituxan/Mabthera: 셀트리온 Truxima 2017년 2월 유럽 EMA 승인. 2017년 6월 미국 BLA 신청. 산도즈 Rixathon 2017년 6월 유럽 EMA 승인. 2017년 9월 미국 BLA 신청. 미국특허 2018년 12월 만료 예정. 셀트리온 2016년부터 특허무효화 소송 진행 중. 미국판매 문제 없을 것으로 전망

### Top Picks: 셀트리온, 셀트리온헬스케어

- **셀트리온(068270)**: 투자의견 Buy 유지. 목표주가 210,000원으로 상향. 지난 9월 29일 임시주총에서 코스피 이전상장 결정. KOSPI 200 등의 지수편입효과 기대. 램시마 유럽 침투율 40% 상회. 화이자 J&J에 레미케이드 독점금지법 위반 소송 제기. 긍정적 결과 도출 시 미국시장 점유율 점진적 확대 기대. 트룩시마 9월 이후 유럽전역 판매로 시장침투율 증가전망, 2017년 2월 미국 BLA 신청, 2018년 상반기 승인예상. 허주마 유럽 EMA 승인권고 절차인 'Day 120 of Question' 돌입, 2017년 7월 미국 BLA 신청
- **셀트리온헬스케어(091990)**: 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 제시하며 커버리지 개시. 2019년도까지 연평균 매출액 성장률 42.1% 예상. 2017년 매출액 1조 686억원 (+41.0% YoY) 추정. 글로벌 램시마 성장 및 트룩시마 매출증가 기인. 향후 판매승인으로 발생하게 될 트룩시마 미국매출, 허주마 유럽 및 미국 매출, 램시마 SC제형 매출이 동사 매출의 고속성장 견인 예상. 3Q17 실적 매출액 1,830억원, 영업이익 438억원, 순이익 295억원 추정. 유럽 램시마 점유율 확대 및 트룩시마 매출 증가 기인. 미국 향 추가 발주 및 유럽향 텐더물량으로 4Q17 호실적 전망.

안녕하세요.

이베스트투자증권 **신재훈**입니다.

이번 보고서에서는 셀트리온 코스피 상장 결정에 따른 셀트리온 및 셀트리온헬스케어 가치의 재평가에 대한 내용을 다뤄보았습니다.

**Part I**에서는

휴미라, 허셉틴, 리톡산/맙테라, 엔브렐의 바이오시밀러 개발 및 허가현황에 대하여 정리하였습니다.

휴미라는 최근 애브비와 암젠의 특허논쟁이 종결되면서 암젠이 퍼스트무버의 위치에 서게 되었으며 그 뒤를 삼성바이오에피스와 베링거인겔하임이 따르고 있습니다.

허셉틴은 바이오콘/마일란이 공장설비 문제로 유럽에서 승인을 철회하면서 삼성바이오에피스, 셀트리온, 암젠이 퍼스트무버 그룹을 형성하여 치열한 경쟁이 진행되고 있습니다.

리톡산/맙테라는 셀트리온과 산도즈가 경쟁하고 있으며 엔브렐은 삼성바이오에피스가 퍼스트무버의 자리를 굳건히 하는 동시에 후발주자로 산도즈가 진입하였습니다.

**Part II**는 지적재산권인 IPR 현황에 대하여 정리해 보았습니다.

바이오시밀러의 허가 및 판매가 특허와 밀접한 관계가 있는 만큼 관심 있게 업데이트 해야 할 자료라고 생각하여 보고서에 기재해 보았습니다.

종목분석에서는

셀트리온의 목표주가를 기존 18만원에서 21만원으로 상향조정 하였으며 셀트리온헬스케어의 목표주가를 8만원으로 제시하면서 커버리지 개시하였습니다.

불과 3년 전만 해도 많은 오해와 무시를 받았던 셀트리온 이제는 제약/바이오 업계에서 어마 무시한 업체로 성장하였습니다.

셀트리온이 코스피 이전상장 결정된 만큼

회사의 성장성과 방향성을 고려하여 밸류에이션 프리미엄을 부여하기 좋은 시점이라고 생각합니다.

많은 관심 부탁드립니다.

감사합니다.

# 셀트리온그룹

## 모두가 무시했지만 이제는 어마 무시해진

### Contents

---

Part I	바이오시밀러 개발 및 허가현황	4
Part II	IPR 현황	8

### 기업분석

셀트리온 (068270)	12
셀트리온헬스케어 (091990)	21

## Part I 바이오시밀러 개발 및 허가현황

### Humira Biosimilar – 미국, 유럽 2개국목 승인

애브비의 Humira(성분명: Adalimumab)는 바이오의약품 중 가장 큰 매출을 기록(2016년 매출액 16,078m\$)하고 있는 만큼 바이오시밀러 개발 경쟁이 가장 치열한 품목이다. 미국에서는 암젠의 Amgevita가 2016년 9월에 승인을 획득하였으며 베링거인겔하임의 Cyltezo는 2017년 8월에 허가를 취득하였다. 유럽에서는 암젠의 Amgevita가 2017년 3월, 삼성바이오에피스의 Imraldi가 8월에 승인을 받았으며 베링거인겔하임의 Cyltezo는 9월에 허가권고 의견을 획득하였다. 교와기린바이오로직스의 FKB327은 올해 5월에 EMA에 품목허가를 신청하였다.

Humira는 특허문제로 현재 미국과 유럽에서 판매가 불가하다. 미국특허는 2016년 12월에 만료되었지만 특허기간을 2023년 1월로 연장하였고 유럽특허 만료는 2018년 10월로 예정되어 있었으나 2022년까지 연장을 해놓은 상태이다. 이에 애브비와 바이오시밀러 개발업체는 지적재산권(IPR: Intellectual Property Rights) 소송을 진행 중이며 지난 9월 28일 애브비는 Humira의 지적재산권 비 독점적 사용권을 암젠에 인정해 주기로 합의하였다. 이로써 암젠의 Amgevita는 미국시장에 2023년, 유럽시장에 2018년 10월에 출시가 가능해 졌으며 판매에 따른 로열티를 애브비에 지급하여야 한다.

표1 Humira 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Amgen	Amgevita	승인	2016년 9월 승인
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	승인신청	2017년 8월 승인
	Coherus Bioscience	CHS-1420	임상종료	
	Samsung Bioepis	Imraldi	임상종료	
	Pfizer	PF-06410293	임상종료	
EU	Amgen	Amgevita	승인	2017년 3월 승인
	Samsung Bioepis	Imraldi	승인신청	2017년 8월 승인
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	승인신청	2017년 9월 승인권고
	Fujifilm Kyowa Kirin Biologics	FKB327	승인신청	2017년 5월 승인신청
	Coherus Bioscience	CHS-1420	임상종료	
	Pfizer	PF-06410293	임상종료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Herceptin Biosimilar – 삼성바이오에피스 vs 셀트리온 vs 암젠

Herceptin(성분명: Trastuzumab)의 바이오시밀러는 삼성바이오에피스와 셀트리온 그리고 암젠의 경쟁이 치열하다. 퍼스트무버로 자리매김 하던 바이오콘/밀란의 MYL-1401이 생산시설 문제로 유럽에서는 승인지연 의견을 받아 승인신청을 철회하였고 미국에서는 허가신청 검토문제로 최종허가가 3개월 지연되어 승인이 불투명해진 상태가 되었다.

삼성바이오에피스의 Ontruzant는 유럽에서 가장 앞서고 있다. Ontruzant는 지난 9월 유럽의약품청의 승인권고 의견을 획득하였으며 연말까지 승인을 획득할 것으로 예상된다. 셀트리온의 Herzuma는 미국에서 지난 7월에 승인을 신청하여 내년 상반기 최종 허가를 목표로 하고 있으며 9월에는 유럽의약품청의 승인권고 절차인 'Day 120 List of Questions'에 돌입하여 내년 초까지는 판매가 가능할 것으로 전망한다. 암젠의 ABP980은 유럽에 올해 3월 승인신청을 완료하였으며 7월에는 미국 FDA에 승인을 신청하였다.

Herceptin의 미국특허는 2019년 6월에 만료가 예정되어 있으며 바이오시밀러 업체의 특허무효화 소송이 진행 중이다. 로슈는 올해 3월 바이오콘/밀란에 지적재산권 비 독점적 사용권을 인정해 주기로 합의하였으며 바이오콘/밀란은 MYL-1401의 승인에 따라 시판이 가능해지고 판매에 따른 로열티를 로슈에 지급하여야 한다. 셀트리온은 올해 2월 Herceptin의 6개 특허에 대한 무효화 소송을 제기하였다. Herceptin의 유럽특허는 2014년 7월에 만료되었다.

표2 Herceptin 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Biocon/Mylan	MYL-1401	승인권고	2017년 7월 승인권고
	Celltrion	Herzuma	승인신청	2017년 7월 승인신청
	Amgen	ABP 980	승인신청	2017년 7월 승인신청
	Samsung Bioepis	Ontruzant	임상종료	
	Pfizer	PF-05280014	임상 3상	
EU	Samsung Bioepis	Ontruzant	승인권고	2017년 9월 승인권고
	Celltrion	CT-P6	승인신청	2016년 11월 승인신청
	Amgen	ABP 980	승인신청	2017년 3월 승인신청
	Biocon/Mylan	MYL-1401	승인철회	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Rituxan/Mabthera Biosimilar – 셀트리온 vs 산도즈

Rituxan/Mabthera(성분명: Rituximab)의 바이오시밀러는 셀트리온과 산도즈가 경쟁하고 있다. 퍼스트무버인 셀트리온의 Truxima는 유럽에서 올해 2월에 승인을 획득하였고 미국에서는 6월에 승인을 신청하였다. 산도즈의 Rixathon은 유럽에서 올해 6월 승인을 획득하였고 미국에서 9월에 승인을 신청하였다. 화이자의 PF-05280586, 암젠의 ABP710는 임상 3상을 진행 중이며 삼성바이오에피스의 SAIT-101은 올해 임상 1상에 돌입하였다.

유럽특허는 2013년 11월에 만료되었으며 셀트리온의 Truxima(Blitzima, Tuxella, Ritemvia)는 허가를 획득하여 판매 중이다. 미국특허는 2018년 12월에 만료예정이다. 셀트리온은 Truxima의 미국시장 진출을 위해 2016년에 특허무효화 소송을 진행하였으며 Rituxan/Mabthera 특허를 무력화 하는데 성공하여 미국시장 진출에 큰 어려움이 없을 것으로 예상된다.

표3 Rituxan/Mabthera 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Celltrion	CT-P10	승인신청	2017년 6월 승인신청
	Sandoz	Rixathon	승인신청	2017년 9월 승인신청
	Pfizer	PF-05280586	임상 3상	
	Amgen	ABP 710	임상 3상	
	Samsung Bioepis	SAIT-101	임상 1상	
EU	Celltrion	Truxima	승인	2017년 2월 승인
	Sandoz	Rixathon	승인	2017년 6월 승인

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

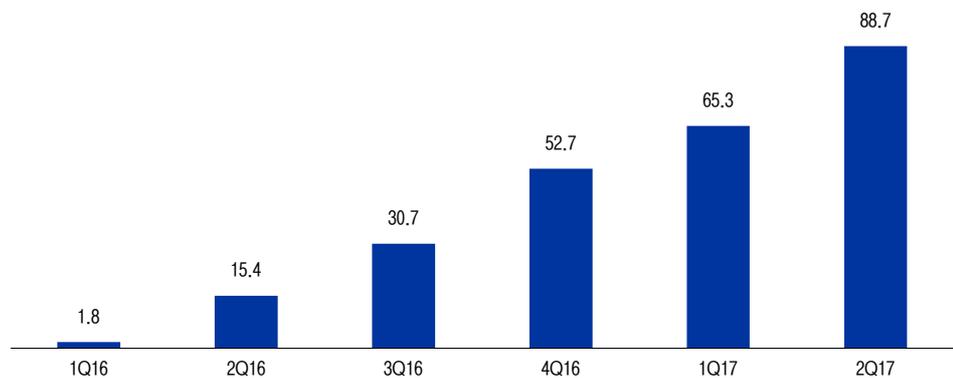
## Enbrel Biosimilar – 삼성바이오에피스 vs 산도즈

Enbrel(성분명: Etanercept)의 바이오시밀러는 현재 특허가 만료된 유럽시장에서 판매되고 있으며 미국은 2028년까지 특허가 연장되어 승인을 받더라도 판매가 불가능한 상황이다. 미국에서 허가를 획득한 바이오시밀러로 제품은 산도즈의 Erelzi가 있다.

유럽시장에서는 2016년 2월에 판매를 시작한 퍼스트무버 제품인 삼성바이오에피스의 Benepali가 판매되고 있으며 올해 6월에 승인 받은 산도즈의 Erelzi가 경쟁에 가세했다. Coherus Bioscience의 CHS-2014는 임상을 종료하고 허가신청을 준비하고 있다.

Benepali는 유럽에서 바이오젠이 판매하고 있으며 2016년 101m\$, 2017년 2분기 누적 154m\$ 매출을 기록하고 있다.

그림1 Benepali 분기별 매출 추이 (단위: m\$)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Enbrel 바이오시밀러 개발 및 허가현황

지역	회사명	제품명	단계	비고
US	Sandoz	Erelzi	승인	2016년 8월 승인
	Samsung Bioepis	SB4	임상종료	
	Coherus Bioscience	CHS-0214	임상종료	
EU	Samsung Bioepis	Benepali	승인	2016년 2월 승인
	Sandoz	Erelzi	승인	2017년 6월 승인
	Coherus Bioscience	CHS-0214	임상종료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Part II IPR(Intellectual Property Right) 현황

표5 휴미라 IPR 현황

IPR-Serial	Patenet No	Owner	Petitioner	Status
2015-01514	8916157	AbbVie	Amgen	Institution Denied
2015-01517	8916158	AbbVie	Amgen	Institution Denied
2016-01018	9114166	AbbVie	Coherus Bioscience	Institution Denied
2016-00408	8889135	AbbVie	Boehringer Ingelheim	Final Decision – claims unpatentable
2016-00409	8889135	AbbVie	Boehringer Ingelheim	Final Decision – claims unpatentable
2016-00172	8889135	AbbVie	Coherus Bioscience	FWD Determining All Challenged Claim Unpatentable
2016-00188	9017680	AbbVie	Coherus Bioscience	Final Written Decision
2016-00189	9073987	AbbVie	Coherus Bioscience	Final Written Decision
2017-00823	9085619	AbbVie	Coherus Bioscience	Institution decision pending
2017-00826	9085619	AbbVie	Coherus Bioscience	Terminated on request by Petitioner
2017-00827	9085619	AbbVie	Coherus Bioscience	Terminated on request by Petitioner
2017-01008	9085619	AbbVie	Coherus Bioscience	Institution Denied
2017-01009	9085619	AbbVie	Coherus Bioscience	Institution decision pending
2017-01823	8802100	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending
2017-01824	9512216	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending
2017-01987	8911737	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending
2017-01988	8911737	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending
2017-02105	9090689	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending
2017-02106	9067992	AbbVie	Sandoz	Institution decision pending

자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 리툭산/맙테라 IPR 현황

IPR-Serial	Patenet No	Owner	Petitioner	Status
2016-01614	7820161	Biogen	Celltrion	Institution decision pending
2016-01667	7976838	Genetech	Celltrion	Institution Denied
2017-01093	8329172	Biogen	Celltrion	Institution decision pending
2017-01094	8557244	Biogen	Celltrion	Institution decision pending
2017-01095	9296821	Biogen	Celltrion	Institution decision pending
2017-01227	7682612	Genetech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01229	8206711	Genetech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01230	7682612	Genetech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01115	7820161	Genetech	Pfizer	Institution decision pending
2017-01166	8329172	Biogen	Pfizer	Institution decision pending
2017-01167	8577244	Biogen	Pfizer	Institution decision pending
2017-01168	8821873	Biogen	Pfizer	Institution decision pending
2017-01923	7976838	Genetech	Pfizer	Institution decision pending
2017-02042	7976838	Genetech	Sandoz	Institution decision pending
2017-02036	7976838	Genetech	Sandoz	Institution decision pending

자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 허셉틴 IPR 현황

IPR-Serial	Patent No	Owner	Petitioner	Status
2016-01693	6407213	Genentech	Mylan	Terminated prior to institution due to settlement
2016-01694	6407213	Genentech	Mylan	Terminated prior to institution due to settlement
2016-01837	7807799	Genentech	Hospira	Instituted
2017-00739	7892549	Genentech	Hospira	Institution Denied
2017-00737	7892549	Genentech	Hospira	Instituted
2017-00731	7846441	Genentech	Hospira	Institution Denied
2017-00805	7371379	Genentech	Hospira	Instituted
2017-00804	6627196	Genentech	Hospira	Instituted
2017-00959	8591897	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01121	7846441	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01122	7892549	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01139	6627196	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01140	7371379	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01374	6407216	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01373	6407213	Genentech	Celltrion	Institution decision pending
2017-01488	6407213	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-01489	6407213	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-01726	8591897	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-01727	8591897	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-02019	6339142	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-02020	9249218	Genentech	Pfizer	Institution decision pending
2017-02063	7846441	Genentech	Pfizer	Institution decision pending

자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

셀트리온 (068270)	12
셀트리온헬스케어 (091990)	21

## Universe

종목명	투자판단	목표주가
셀트리온	Buy (유지)	210,000 원(상향)
셀트리온헬스케어	Buy (신규)	80,000 원(신규)

# 셀트리온 (068270)

2017. 10. 10

제약/바이오

## 코스피 이전상장 결정

Analyst **신재훈**

02. 3779-8808

shinjaehoon@ebestsec.co.kr

### 코스피 이전상장 결정

셀트리온은 9월 29일 임시주총을 통하여 코스피 이전상장을 결정하였다. 주총에는 의결권을 보유한 주주 51.4%가 출석하였으며 의결권 발행 총수의 44.7%의 주주가 코스피 이전에 동의하였다. 코스피 이전상장 시기는 내년 2월경으로 예상하며 KOSPI 200 등의 지수편입 효과가 기대되고 이는 주가에 긍정적 요인으로 작용할 것으로 전망한다. 주주총회에서는 1)셀트리온헬스케어 2017년 매출액 1조원 이상 달성 예상, 2018년 2조원 목표, 2)제 3공장 해외설립, 3)2018년도 랩시마 M/S 목표 유럽 60%, 미국 30%, 일본 30%, 4)2018년도 트룩시마 M/S 목표 유럽 50%, 미국 출시 예상, 5)허주마 임상 데이터 경쟁력 보유, 6)랩시마 SC제형 2019년 출시 목표, 7)휴미라 고농축 제제 최초 바이오시밀러 임상, 8)아바스틴 수율 높여 가격경쟁력 확보, 9)CT-P27 2018년 임상 3상 개시 목표 등의 계획 및 목표가 언급되었다

**Buy (maintain)**

목표주가 **210,000 원**

현재주가 **142,000 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ(9/29)		652.82pt
시가총액		174,142 억원
발행주식수		122,635 천주
52 주 최고가 / 최저가	149,200 / 88,100 원	
90 일 일평균거래대금		1,150.82 억원
외국인 지분율		26.2%
배당수익률(17.12E)		0.0%
BPS(17.12E)		21,889 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	23.0%
	6 개월	51.0%
	12 개월	28.8%
주주구성	셀트리온홀딩스외	37.0%
	셀트리온 자사주	0.4%

### 랩시마/트룩시마/허주마 업데이트

**랩시마:** 유럽시장 침투율은 40% 상회. 독일 사용량 기준 M/S 50% 달성(17년 7월 기준) 미국시장 점유율 점진적 확대 기대. 화이자 J&J 레미케이드 독점금지법 위반 소송 제기. 긍정적 소송결과 도출 시 바이오시밀러 시장침투 더욱 원활해 질 것으로 판단

**트룩시마:** 9월 이후 유럽전역 판매로 시장침투율 빠르게 증가할 것으로 기대. 미국 내년 상반기 허가예상

**허주마:** 유럽 올해 9월 승인권고 절차인 'Day 120 of Question' 돌입. 내년 초 승인 예상. 미국 올해 7월 BLA 신청. 내년 최종 승인 전망

### 투자 의견 Buy, 목표주가 210,000원으로 상향, Top-Pick 의견 유지

셀트리온에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가 210,000원으로 상향하며 업종 내 Top-Pick 의견을 유지한다. 목표주가는 12M FWD EPS 에 Target PER 40배를 적용하여 산출하였다. 향후 성장성을 감안하면 밸류에이션 프리미엄은 타당하다고 판단한다. 셀트리온과 셀트리온헬스케어 이익비중은 약 7:3 수준으로 추정되며 기업가치도 이에 비례할 것으로 예상된다

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	529	254	223	202	1,750	52.8	333	48.3	30.9	5.6	13.4
2016	578	253	270	221	1,900	8.6	333	56.1	38.5	5.9	11.4
2017E	888	501	521	428	3,670	93.1	588	38.7	30.5	6.5	18.3
2018E	1,418	843	869	712	6,109	66.5	935	23.2	19.1	5.1	24.5
2019E	2,014	1,243	1,269	1,041	8,925	46.1	1,339	15.9	13.3	3.8	27.5

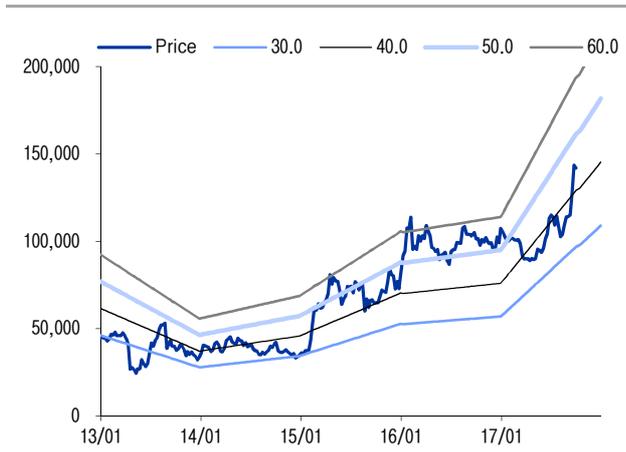
자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표8 셀트리온 실적추정

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>909</b>	<b>1,599</b>	<b>1,465</b>	<b>1,802</b>	<b>1,758</b>	<b>2,163</b>	<b>2,114</b>	<b>2,846</b>	<b>2,789</b>	<b>3,436</b>	<b>3,380</b>	<b>4,578</b>	<b>5,776</b>	<b>8,880</b>	<b>14,184</b>
YoY(%)	11.2	7.4	(2.0)	21.3	93.4	35.2	44.3	57.9	58.6	58.9	59.9	60.9	9.2	53.8	59.7
매출총이익	557	977	988	1,020	1,107	1,572	1,469	1,864	1,938	2,388	2,349	3,182	3,541	6,012	9,858
YoY(%)	6.4	(0.2)	9.7	26.1	98.8	60.9	48.8	82.7	75.2	51.9	59.9	70.7	10.3	69.8	64.0
GPM(%)	61.2	61.1	67.4	56.6	62.9	72.7	69.5	65.5	69.5	69.5	69.5	69.5	61.3	67.7	69.5
<b>영업이익</b>	<b>255</b>	<b>752</b>	<b>722</b>	<b>798</b>	<b>908</b>	<b>1,340</b>	<b>1,214</b>	<b>1,546</b>	<b>1,658</b>	<b>2,043</b>	<b>2,010</b>	<b>2,722</b>	<b>2,527</b>	<b>5,008</b>	<b>8,434</b>
YoY(%)	(36.0)	(5.7)	0.1	27.8	256.5	78.1	68.2	93.7	82.6	52.5	65.5	76.1	(0.6)	98.2	68.4
OPM(%)	28.0	47.0	49.3	44.3	51.6	62.0	57.4	54.3	59.5	59.5	59.5	59.5	43.8	56.4	59.5
순이익	79	906	592	637	682	1,140	1,084	1,373	1,429	1,715	1,689	2,290	2,214	4,279	7,123
YoY(%)	(69.1)	71.7	29.6	(18.4)	768.7	25.8	83.1	115.4	109.4	50.5	55.8	66.8	9.6	93.3	66.5
NPM(%)	8.6	56.7	40.4	35.4	38.8	52.7	51.3	48.2	51.3	49.9	50.0	50.0	38.3	48.2	50.2

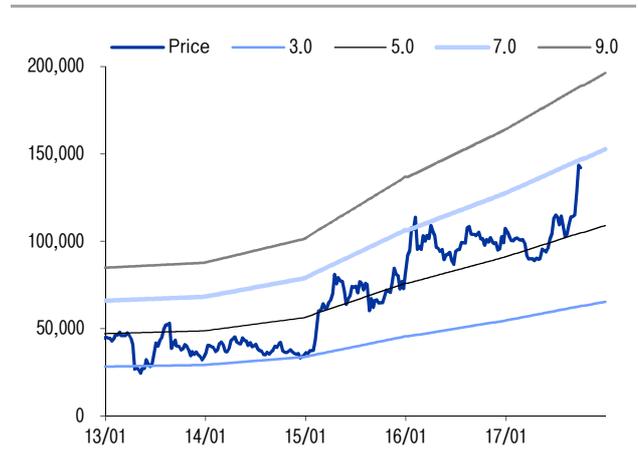
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 셀트리온 FWD PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 셀트리온 FWD PBR Band



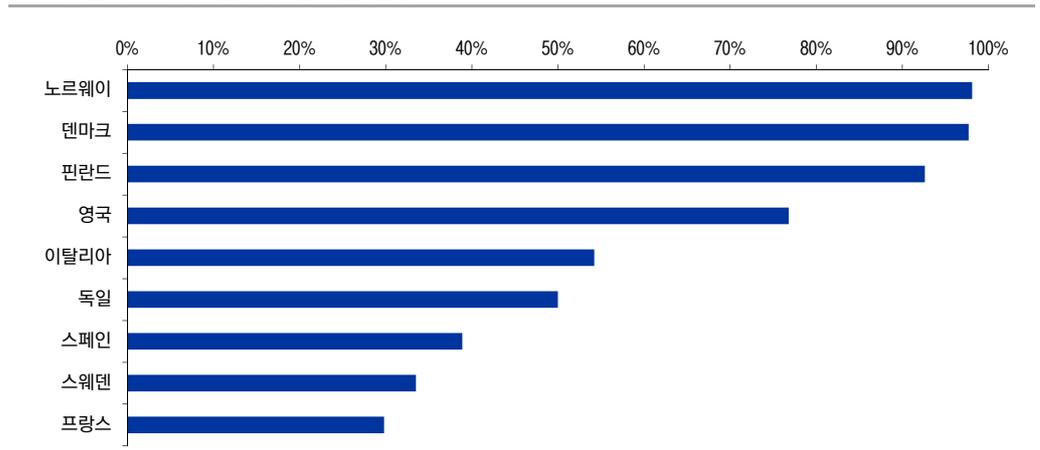
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 셀트리온 단일판매 및 공급계약 체결 공시 내용 요약

일자	품목	금액(원)	일자	품목	금액(원)
2011.01.17	허쥬마	293,040,000,000	2016.06.21	램시마	145,550,000,000
2012.03.29	램시마 및 허쥬마	172,480,000,000	2016.09.20	램시마	134,900,000,000
2012.09.26	램시마	85,140,000,000	2016.12.21	램시마	149,100,000,000
2012.12.13	램시마	99,349,689,450	2017.01.26	램시마	53,250,000,000
2013.03.25	램시마	88,000,000,000	2017.02.23	램시마	56,800,000,000
2013.11.27	트룩시마	120,000,000,000	2017.03.27	램시마	56,800,000,000
2014.09.24	램시마	80,000,000,000	2017.04.20	램시마	60,350,000,000
2014.12.23	램시마	80,000,000,000	2017.05.25	램시마	67,450,000,000
2015.02.10	램시마	77,136,524,750	2017.06.22	램시마 및 트룩시마	72,200,000,000
2015.05.12	램시마	133,000,000,000	2017.07.25	램시마 및 트룩시마	51,500,000,000
2015.07.30	램시마	135,050,000,000	2017.08.17	램시마 및 트룩시마	56,963,391,280
2015.12.15	램시마	119,212,047,750	2017.09.25	트룩시마	77,000,000,000
2016.03.23	램시마	85,200,000,000			

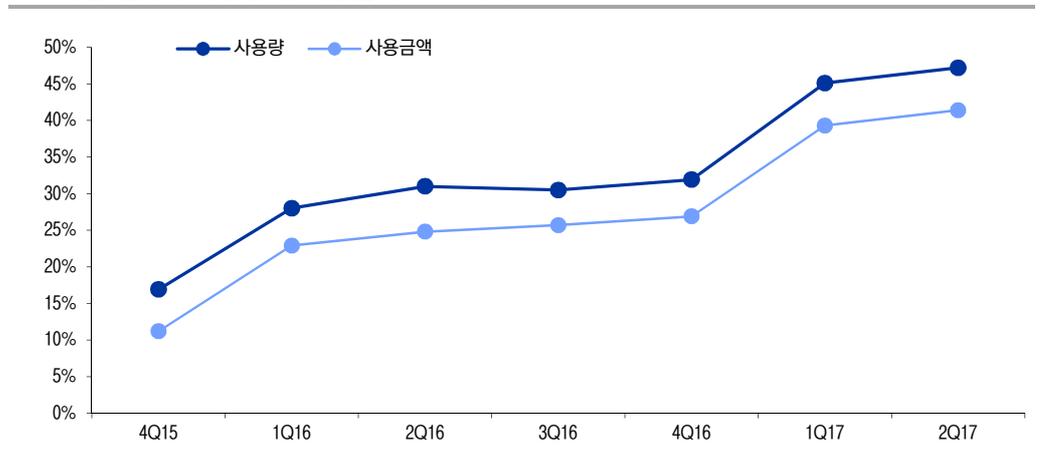
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 유럽 주요국가 램시마 점유율 현황



자료: 산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 독일 램시마 사용량 및 사용금액 M/S 추이



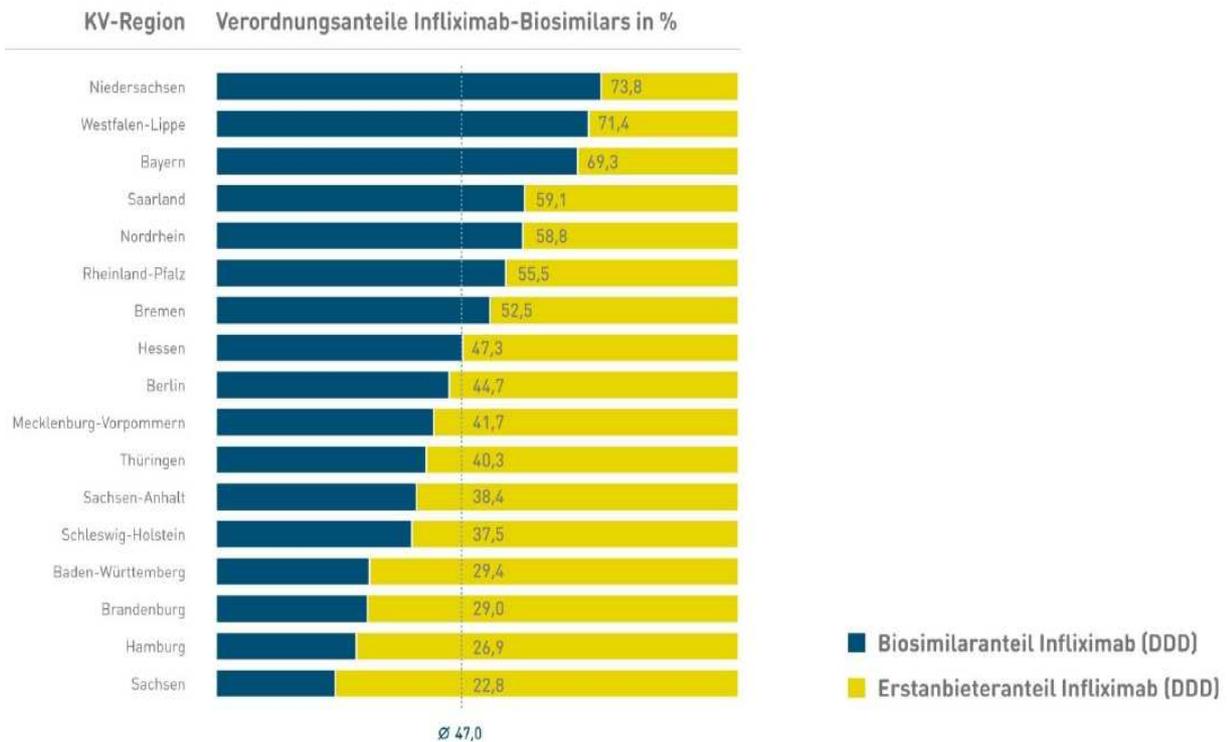
자료: probiosimilars, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 독일 램시마 처방량 및 처방금액 (2017년 7월 기준)

Präparat	DDD* in %	GKV-Umsatz HAP real** in %	GKV-Umsatz HAP real ** in Mio. Euro
ETANERCEPT	100	100	252,6
Biosimilars	29,9	25,6	64,8
patentfreie Erstanbieterprodukte	70,1	74,4	187,8
FOLLITROPIN ALFA	100	100	15,0
Biosimilars	26,2	22,8	3,4
patentfreie Erstanbieterprodukte	73,8	77,2	11,6
INFLIXIMAB	100	100	113,5
Biosimilars	50,0	44,0	50,0
patentfreie Erstanbieterprodukte	50,0	56,0	63,5
INSULIN GLARGIN	100	100	151,6
Biosimilars	6,0	5,2	7,9
patentfreie Erstanbieterprodukte	94,0	94,8	143,7

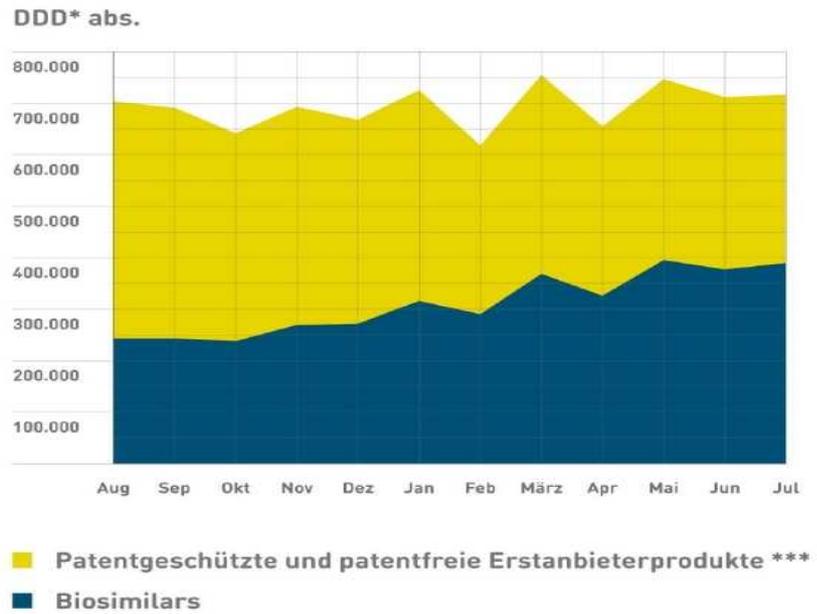
자료: probiosimilars, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 독일 내 지역별 램시마 사용량 추이 (2017년 7월 기준)



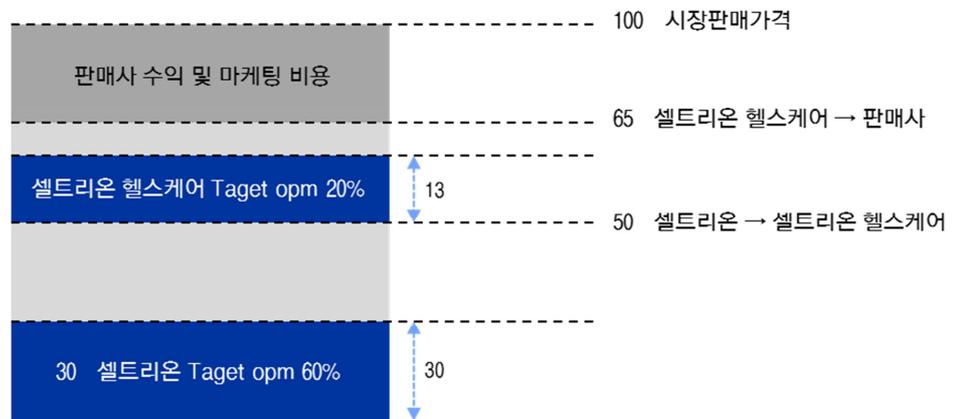
자료: probiosimilars, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 독일 램시마 처방량 추이 (2016년 8월 ~ 2017년 7월)



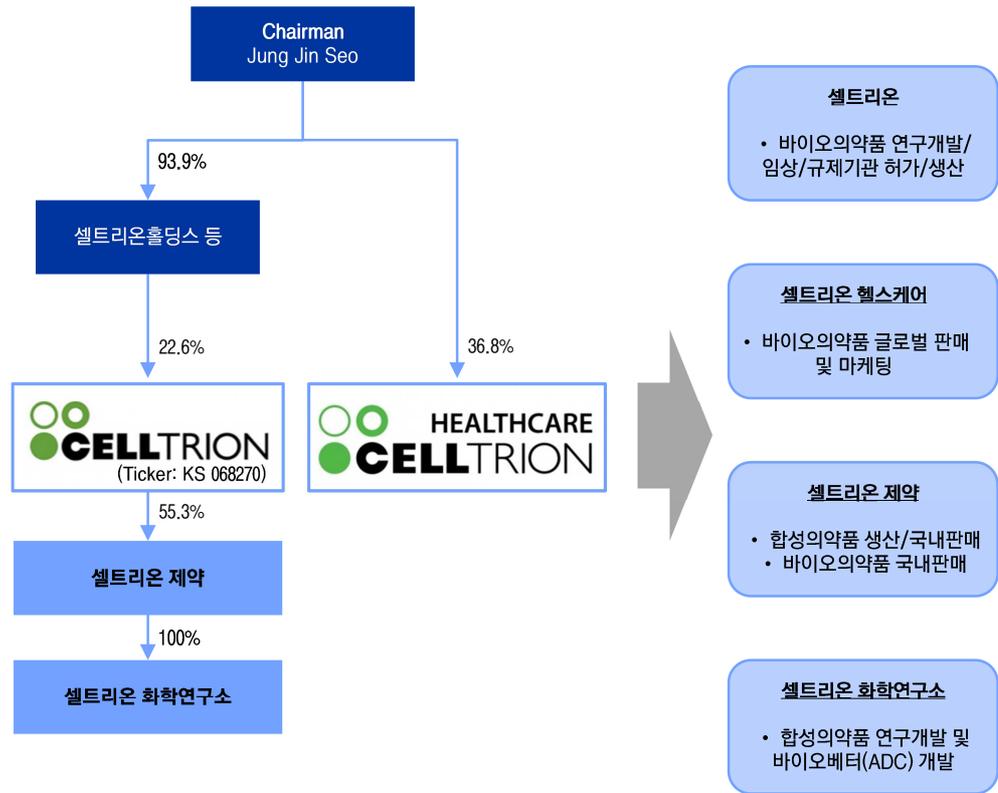
자료: probiosimilars, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 셀트리온, 셀트리온헬스케어 이익배분 비중



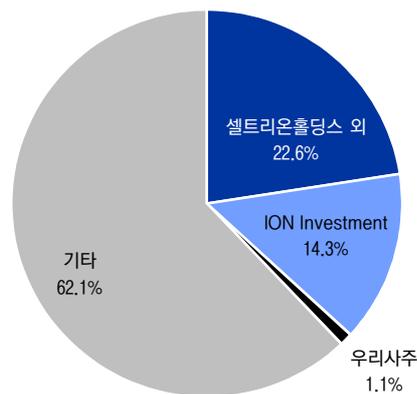
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 셀트리온 주주구성



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 류마티스관절염 치료제 매출추이 (단위: m\$)

제품	업체	지역	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2013	2014	2015	2016
Humira	Abbvie	US+EU	3,577	4,149	4,060	4,292	4,118	4,716	10,659	12,543	14,012	16,078
		YoY(%)	15.0	17.3	11.3	15.5	15.1	13.7		17.7	11.7	14.7
	Eisai	JP+Asia	84	109	116	115	97	126	358	292	322	425
		YoY(%)	(11.9)	29.9	6.3	(0.9)	(16.0)	30.1		(18.6)	10.4	32.1
Enbrel	Amgen	US	1,385	1,484	1,452	1,644	1,181	1,466	4,551	4,688	5,364	5,965
		YoY(%)	(3.9)	7.1	(2.2)	13.2	(28.2)	24.1		3.0	14.4	11.2
	Pfizer	EU	733	766	701	708	588	617	3,774	3,850	3,332	2,908
		YoY(%)	(3.4)	(6.8)	(16.9)	(21.9)	(19.8)	(19.5)		2.0	(13.5)	(12.7)
	Takeda	JP	77	102	98	100	76	92	678	401	345	377
		YoY(%)	(6.0)	18.9	11.5	12.1	(2.0)	(9.8)		(40.8)	(14.1)	9.3
Benepali	Biogen	EU	2	15	31	53	65	89	0	0	0	101
Remicade	J&J	US+ROW	1,779	1,780	1,783	1,624	1,672	1,530	6,673	6,868	6,561	6,966
		YoY(%)	11.2	6.7	10.5	(3.3)	(6.0)	(14.0)		2.9	(4.5)	6.2
	Merck	EU	349	339	311	269	229	208	2,270	2,372	1,794	1,268
		YoY(%)	(30.3)	(25.5)	(29.6)	(32.1)	(34.4)	(38.6)		4.5	(24.4)	(29.3)
	Mitsubishi Tanabe	JP	134	160	161	167	130	151	799	660	579	622
		YoY(%)	(1.0)	(5.6)	41.7	3.7	(2.5)	(5.8)		(17.3)	(12.3)	7.3
Remsima	Pfizer	US+EU				61	78	94	0	0	0	61
	Orion	Northern EU	13	11	11	12	12	18	0	0	28	47
Flixabi	Biogen	EU			0.1		0.6	1.9				0.1
Simponi	J&J	US+ROW	390	448	481	426	428	439	932	1,187	1,328	1,745
		YoY(%)	30.0	45.5	26.6	25.3	9.7	(2.0)		27.4	11.9	31.4
	Merck	EU	188	199	193	186	184	199	500	689	690	766
		YoY(%)	19.0	17.8	8.4	0.5	(2.1)	0.0		37.8	0.1	11.0
	Mitsubishi Tanabe	JP	27	58	57	64	51	68	91	95	102	206
		YoY(%)	28.3	136.2	116.3	116.0	89.7	16.5		4.8	6.7	102.9
Actemra	Roche		389	441	444	449	443	485	1,120	1,337	1,487	1,723
		YoY(%)	10.8	21.7	16.7	14.1	14.0	10.0		19.4	11.3	15.9
Xeljanz	Pfizer		197	217	235	278	250	336	114	309	523	927
		YoY(%)	105.2	69.5	85.0	61.6	26.9	54.8		171.1	69.3	77.2
Rituxan	Roche		1,838	1,934	1,827	1,814	1,891	1,969	7,503	7,543	7,324	7,413
		YoY(%)	0.3	3.9	(0.6)	1.1	2.9	1.8		0.5	(2.9)	1.2
Orencia	BMS		475	593	572	625	535	650	1,444	1,652	1,885	2,265
		YoY(%)	18.8	28.6	18.2	15.7	12.6	9.6		14.4	14.1	20.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 셀트리온 파이프라인 정리

제품명	Original(성분명)	적응증	Originator	진행단계
Ramsima	Remicade (Infliximab)	류마티스 관절염	J&J	미국, 한국, EU, 일본 허가
Herzuma	Herceptin (Trastuzumab)	유방암	Roche	유럽, 미국 허가신청
Truxima	Rituxan (Rituximab)	비호지킨 림프종	Roche	유럽허가, 미국 허가신청
CT-P15	Erbix (Cetuximab)	직결장암	Merck	비임상 준비중
CT-P05	Enbrel (Etanercept)	류마티스 관절염	Amgen	전임상
CT-P14	Synagis (Palivizumab)	호흡기질환	Medimmune	개발중
CT-P16	Avastin (Bevacizumab)	결장직장암	Roche	개발중
CT-P17	Humira (Adalimumab)	류마티스 관절염	Abbot	개발중
CT-P27	Antibody(H1N1, H3N2)	인플루엔자	Celltrion	임상 2b상
CT-P19	Rabis Antibody	광견병	Celltrion	개발중
CT-P24	HBV Antibody	B형간염	Celltrion	개발중
CT-P26	ADC	유방암	Celltrion	개발중
CT-P25	Antibody(H1N1, H3N2, B)	인플루엔자	Celltrion	개발중

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

## 셀트리온(068270)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	946	1,117	1,528	2,242	3,284
현금 및 현금성자산	140	166	42	83	106
매출채권 및 기타채권	622	754	1,190	1,914	2,718
재고자산	159	169	267	214	426
기타유동자산	25	29	30	31	32
<b>비유동자산</b>	1,572	1,676	1,737	1,805	1,883
관계기업투자등	172	218	226	236	245
유형자산	670	653	646	651	669
무형자산	640	723	779	830	877
<b>자산총계</b>	<b>2,518</b>	<b>2,793</b>	<b>3,265</b>	<b>4,048</b>	<b>5,167</b>
<b>유동부채</b>	607	570	613	683	761
매입채무 및 기타채무	14	71	113	181	257
단기금융부채	496	454	454	454	454
기타유동부채	98	44	46	48	50
<b>비유동부채</b>	158	100	100	100	100
장기금융부채	157	92	92	92	92
기타비유동부채	2	8	8	8	8
<b>부채총계</b>	<b>766</b>	<b>669</b>	<b>713</b>	<b>783</b>	<b>862</b>
<b>지배주주지분</b>	1,752	2,124	2,552	3,264	4,305
<b>자본금</b>	112	117	117	117	117
<b>자본잉여금</b>	644	735	735	735	735
<b>이익잉여금</b>	1,058	1,277	1,704	2,417	3,457
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,752</b>	<b>2,124</b>	<b>2,552</b>	<b>3,264</b>	<b>4,305</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>59</b>	<b>-28</b>	<b>24</b>	<b>201</b>	<b>198</b>
당기순이익(손실)	202	221	428	712	1,041
비현금수익비용가감	144	-211	88	92	96
유형자산감가상각비	30	29	27	27	27
무형자산상각비	49	51	61	65	69
기타현금수익비용	65	-291	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-277	-38	-492	-603	-939
매출채권 감소(증가)	-278	-136	-436	-725	-804
재고자산 감소(증가)	-22	-33	-98	52	-212
매입채무 증가(감소)	-1	23	41	69	76
기타자산, 부채변동	24	108	1	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-105</b>	<b>-123</b>	<b>-148</b>	<b>-160</b>	<b>-174</b>
유형자산처분(취득)	-8	-13	-20	-32	-45
무형자산 감소(증가)	-113	-113	-116	-116	-116
투자자산 감소(증가)	5	-4	-9	-9	-10
기타투자활동	11	8	-3	-3	-4
<b>재무활동 현금</b>	<b>80</b>	<b>177</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	102	22	0	0	0
자본의 증가(감소)	7	154	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-28	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>-124</b>	<b>41</b>	<b>24</b>
기초현금	105	140	166	42	83
기말현금	140	166	42	83	106

자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>529</b>	<b>578</b>	<b>888</b>	<b>1,418</b>	<b>2,014</b>
매출원가	208	223	287	433	598
<b>매출총이익</b>	<b>321</b>	<b>354</b>	<b>601</b>	<b>986</b>	<b>1,416</b>
판매비 및 관리비	67	101	100	142	173
<b>영업이익</b>	<b>254</b>	<b>253</b>	<b>501</b>	<b>843</b>	<b>1,243</b>
(EBITDA)	333	333	588	935	1,339
금융손익	-16	7	14	15	16
이자비용	26	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-14	10	5	10	10
<b>세전계속사업이익</b>	<b>223</b>	<b>270</b>	<b>521</b>	<b>869</b>	<b>1,269</b>
계속사업법인세비용	21	48	93	156	228
계속사업이익	202	221	428	712	1,041
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>202</b>	<b>221</b>	<b>428</b>	<b>712</b>	<b>1,041</b>
지배주주	202	221	428	712	1,041
<b>총포괄이익</b>	<b>207</b>	<b>221</b>	<b>428</b>	<b>712</b>	<b>1,041</b>
매출총이익률 (%)	60.7	61.3	67.7	69.5	70.3
영업이익률 (%)	48.1	43.8	56.4	59.5	61.7
EBITDA 마진률 (%)	63.0	57.6	66.2	65.9	66.5
당기순이익률 (%)	38.2	38.3	48.2	50.2	51.7
ROA (%)	8.8	8.3	14.1	19.5	22.6
ROE (%)	13.4	11.4	18.3	24.5	27.5
ROIC (%)	12.1	9.5	16.1	21.9	25.5

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	48.3	56.1	38.7	23.2	15.9
P/B	5.6	5.9	6.5	5.1	3.8
EV/EBITDA	30.9	38.5	30.5	19.1	13.3
P/CF	28.2	1,211.2	32.1	20.6	14.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	30.7	9.2	53.8	59.7	42.0
영업이익	29.8	-0.6	98.2	68.4	47.4
세전이익	37.6	20.8	93.1	66.8	46.1
당기순이익	57.7	9.6	93.3	66.5	46.1
EPS	52.8	8.6	93.1	66.5	46.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	43.7	31.5	27.9	24.0	20.0
유동비율	155.6	196.1	249.3	328.2	431.3
순차입금/자기자본	28.7	17.6	19.5	14.0	10.1
영업이익/금융비용	9.9	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	653	546	546	546	546
순차입금 (십억원)	503	375	499	458	433
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,750	1,900	3,670	6,109	8,925
BPS	15,133	18,218	21,889	27,998	36,923
CFPS	3,000	88	4,421	6,896	9,750
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 셀트리온헬스케어 (091990)

2017. 10. 10

제약/바이오

Analyst **신재훈**

02. 3779-8808

shinjaehoon@ebestsec.co.kr

## 또 하나의 확실한 투자처

### 기업개요

셀트리온헬스케어는 1999년에 설립되었으며 2009년에 셀트리온 헬스케어로 상호를 변경하였다. 사업영역으로는 셀트리온과 공동개발 중인 바이오의약품의 글로벌 마케팅 및 판매를 담당하고 있으며 현재는 시장수요가 높은 바이오시밀러 제품 사업에 집중하고 있다. 주요제품으로는 레미케이드 바이오시밀러인 램시마(인플렉트라), 리톡산/맵테라 바이오시밀러인 트룩시마, 허셉틴 바이오시밀러인 허주마를 보유하고 있다. 코스닥 시장에는 올해 7월 28일에 상장되었다

## Buy (initiate)

목표주가 **80,000 원**

현재주가 **55,500 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 실적추정 - 2019년까지 연평균 매출액 성장률 42.1% 예상

셀트리온헬스케어의 2017년 매출액은 1조 686억원(+41.0% YoY)을 예상하며 향후 2년간 연평균 42.1% 성장을 전망한다. 2017년의 성장은 견조한 램시마 유럽매출, 성장하는 램시마 미국매출, 트룩시마 유럽 신규매출에 기인하며 향후 판매승인으로 발생하게 될 트룩시마 미국매출, 허주마 유럽 및 미국 매출, 램시마 SC제형 매출이 동사 매출의 고속성장을 견인할 것으로 예상된다

3Q17 실적은 매출액 1,830억원, 영업이익 438억원(OPM 23.9%), 순이익 295억원(NPM 16.1%)를 예상한다. 제품별로는 유럽지역 램시마가 지속적인 점유율 확대로 성장하고 터키지역 F&F 공정이 정상화되면서 트룩시마의 매출이 증가할 것으로 전망한다. 관세청에서 제공하는 통관자료(표 13)를 참고하면 2017년 8월 터키향 바이오의약품 선적이 급격하게 증가한 것을 볼 수 있다. 미국향 램시마 매출은 직전분기에 발생하였기 때문에 이번 분기에는 없을 것으로 예상하였고 4Q17에는 미국향 발주 및 다량의 유럽향 텐더물량에 기인하여 호실적을 기록할 것으로 전망한다

### 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원, 업종 내 Top-Pick 커버리지 개시

셀트리온헬스케어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원, 업종 내 Top-Pick의 견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD EPS 에 셀트리온과 동일한 밸류에이션인 Target PER 40배를 적용하여 산출하였다. 향후 성장성을 감안하면 밸류에이션 프리미엄은 타당하다고 판단한다

### Stock Data

KOSDAQ(9/29)	652.82pt
시가총액	75,862 억원
발행주식수	136,688 천주
52 주 최고가 / 최저가	55,500 / 44,650 원
90 일 일평균거래대금	741.02 억원
외국인 지분율	38.1%
배당수익률(17.12E)	0.0%
BPS(17.12E)	7,695 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 14.4%
	6개월 n/a
	12개월 n/a
주주구성	서정진외 16인 68.2%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	402	112	137	21	n/a	n/a	112	n/a	2.1	n/a	n/a
2016	758	179	163	123	n/a	n/a	179	n/a	1.5	n/a	21.4
2017E	1,069	254	286	212	n/a	n/a	254	n/a	26.7	7.2	28.0
2018E	1,581	387	424	330	2,942	n/a	387	18.9	15.5	5.2	32.1
2019E	2,157	537	574	447	3,986	35.5	537	13.9	10.3	3.8	31.6

자료: 셀트리온헬스케어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 셀트리온헬스케어 실적추정

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	2H16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>528</b>	<b>941</b>	<b>6,109</b>	<b>699</b>	<b>2,375</b>	<b>1,830</b>	<b>5,782</b>	<b>7,577</b>	<b>10,686</b>	<b>15,810</b>	<b>21,572</b>	<b>26,109</b>
YoY(%)	32.5	152.4		32.5	152.4			88.3	41.0	47.9	36.4	21.0
램시마(유럽)	490	535	3,149	636	956	1,177	2,721	4,174	5,490	5,955	7,025	8,455
램시마(미국)			2,654		1,105		1,921	2,654	3,026	4,855	6,826	8,011
램시마(기타)	38	406	208	27	79	91	295	652	492	678	801	899
트룩시마(유럽)				36	235	562	845	0	1,679	2,511	4,026	4,422
트룩시마(미국)										1,611	2,644	4,022
트룩시마(기타)			98					98		200	250	300
허쥬마(유럽)										861	2,114	2,565
허쥬마(미국)											1,531	2,447
<b>매출총이익</b>	<b>97</b>	<b>152</b>	<b>1,950</b>	<b>236</b>	<b>668</b>	<b>531</b>	<b>1,706</b>	<b>2,199</b>	<b>3,140</b>	<b>4,727</b>	<b>6,515</b>	<b>7,963</b>
YoY(%)				242.4	440.3				42.8	50.5	37.8	22.2
GPM(%)	18.5	16.1	31.9	33.8	28.1	29.0	29.5	29.0	29.4	29.9	30.2	30.5
<b>영업이익</b>	<b>6</b>	<b>73</b>	<b>1,707</b>	<b>106</b>	<b>534</b>	<b>438</b>	<b>1,462</b>	<b>1,786</b>	<b>2,540</b>	<b>3,872</b>	<b>5,369</b>	<b>6,619</b>
YoY(%)				1,750.8	634.0				42.3	52.4	38.7	23.3
OPM(%)	1.1	7.7	27.9	15.2	22.5	23.9	25.3	23.6	23.8	24.5	24.9	25.4
순이익	(39)	(26)	1,294	(18)	775	295	1,066	1,229	2,119	3,298	4,468	5,446
YoY(%)				적지	흑전				72.4	55.6	35.5	21.9
NPM(%)			21.2	(2.6)	32.6	16.1	18.4	16.2	19.8	20.9	20.7	20.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

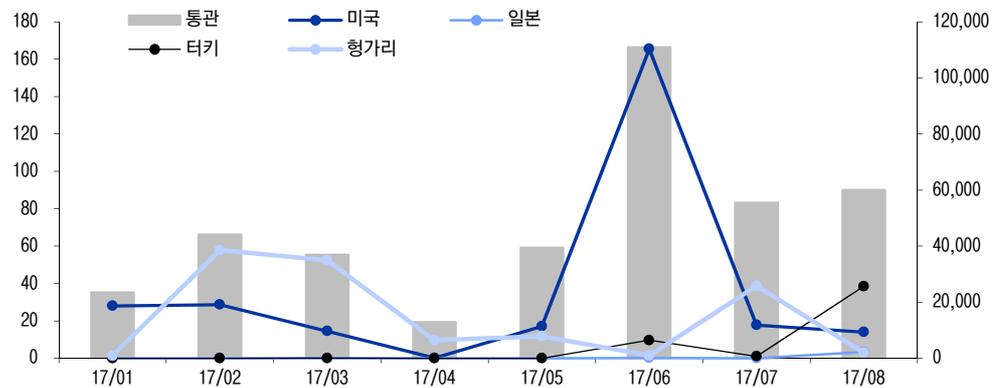
주) 램시마 매출 2019년 이후 램시마 SC제형 출시 반영

표13 관세청 연수구 통관데이터

(단위: 천불)	17/01	17/02	17/03	17/04	17/05	17/06	17/07	17/08
<b>통관</b>	35,236	66,227	55,444	19,332	59,144	166,436	83,307	90,113
<b>미국</b>	18,682	19,121	9,649	14	11,371	110,347	11,849	9,303
<b>일본</b>	0	1	0	0	1	90	4	2,201
<b>터키</b>	0	0	14	0	4	6,400	659	25,643
<b>헝가리</b>	842	38,530	34,884	6,410	7,859	963	25,773	1,942

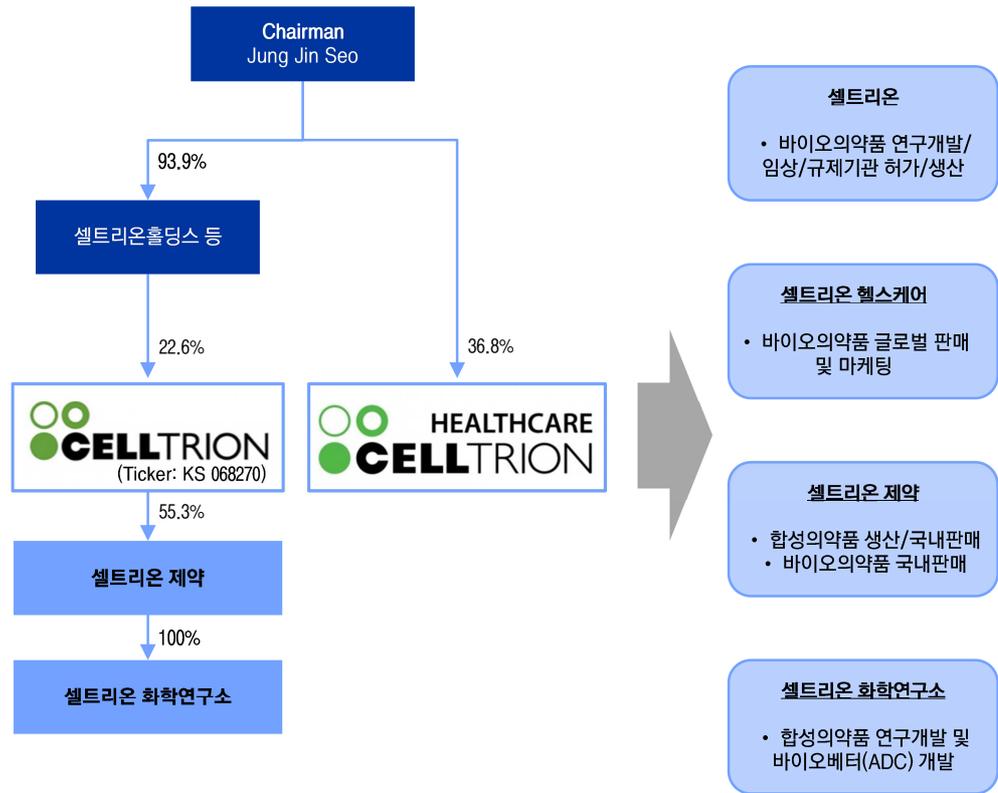
자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 관세청 연수구 통관데이터 (단위: 통관-M\$, 좌 / 국가-천불, 우)



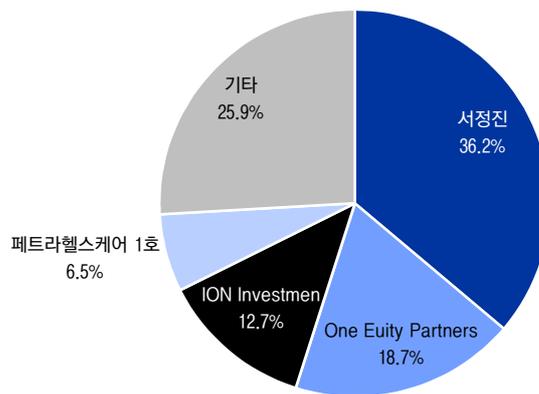
자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 셀트리온헬스케어 주주구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 셀트리온헬스케어(091990)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	1,512	1,949	2,938	4,059	5,395
현금 및 현금성자산	37	96	941	1,698	2,182
매출채권 및 기타채권	62	364	396	586	799
재고자산	1,399	1,472	1,577	1,750	2,388
기타유동자산	14	17	24	25	26
<b>비유동자산</b>	63	38	31	33	35
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	1	1	2	3	3
<b>자산총계</b>	<b>1,576</b>	<b>1,987</b>	<b>2,969</b>	<b>4,092</b>	<b>5,430</b>
<b>유동부채</b>	700	1,143	1,906	2,692	3,574
매입채무 및 기타채무	625	683	1,625	2,405	3,281
단기금융부채	22	322	136	136	136
기타유동부채	53	138	145	151	157
<b>비유동부채</b>	376	195	200	208	217
장기금융부채	246	33	0	0	0
기타비유동부채	130	163	200	208	217
<b>부채총계</b>	<b>1,076</b>	<b>1,339</b>	<b>2,107</b>	<b>2,900</b>	<b>3,791</b>
<b>지배주주지분</b>	500	649	863	1,192	1,639
<b>자본금</b>	3	112	112	112	112
<b>자본잉여금</b>	1,324	381	381	381	381
<b>이익잉여금</b>	-777	206	417	747	1,194
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>500</b>	<b>649</b>	<b>863</b>	<b>1,192</b>	<b>1,639</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>907</b>	<b>760</b>	<b>486</b>
당기순이익(손실)	21	123	212	330	447
비현금수익비용가감	148	63	-24	8	9
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-24	-5	-24	8	8
영업활동 자산부채변동	-106	-120	760	422	30
매출채권 감소(증가)	-10	-314	-110	-190	-213
재고자산 감소(증가)	-233	-73	-105	-173	-638
매입채무 증가(감소)	253	118	911	779	876
기타자산, 부채변동	-116	150	64	5	5
<b>투자활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	0	-1	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-1</b>	<b>22</b>	<b>-60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-2	14	-60	0	0
자본의 증가(감소)	1	8	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>32</b>	<b>59</b>	<b>845</b>	<b>758</b>	<b>484</b>
기초현금	4	37	96	941	1,698
기말현금	37	96	941	1,698	2,182

자료: 셀트리온헬스케어, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>402</b>	<b>758</b>	<b>1,069</b>	<b>1,581</b>	<b>2,157</b>
매출원가	253	538	755	1,108	1,506
<b>매출총이익</b>	<b>150</b>	<b>220</b>	<b>314</b>	<b>473</b>	<b>651</b>
판매비 및 관리비	38	41	60	86	115
<b>영업이익</b>	<b>112</b>	<b>179</b>	<b>254</b>	<b>387</b>	<b>537</b>
(EBITDA)	112	179	254	387	537
금융손익	-47	-12	-43	-18	-18
이자비용	56	33	27	22	22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	72	-3	75	55	56
<b>세전계속사업이익</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	<b>286</b>	<b>424</b>	<b>574</b>
계속사업법인세비용	116	40	74	94	127
계속사업이익	21	123	212	330	447
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>21</b>	<b>123</b>	<b>212</b>	<b>330</b>	<b>447</b>
지배주주	21	123	212	330	447
<b>총포괄이익</b>	<b>0</b>	<b>123</b>	<b>212</b>	<b>330</b>	<b>447</b>
매출총이익률 (%)	37.2	29.0	29.4	29.9	30.2
영업이익률 (%)	27.8	23.6	23.8	24.5	24.9
EBITDA 마진률 (%)	27.9	23.6	23.8	24.5	24.9
당기순이익률 (%)	5.1	16.2	19.8	20.9	20.7
ROA (%)	1.4	6.9	8.5	9.3	9.4
ROE (%)	n/a	21.4	28.0	32.1	31.6
ROIC (%)	2.3	16.4	39.0	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	n/a	18.9	13.9
P/B	n/a	n/a	7.2	5.2	3.8
EV/EBITDA	2.1	1.5	26.7	15.5	10.3
P/CF	#VALUE!	#VALUE!	n/a	18.4	13.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	144.3	88.3	41.0	47.9	36.4
영업이익	199.8	59.6	42.3	52.4	38.7
세전이익	흑전	19.4	75.2	48.3	35.5
당기순이익	흑전	497.0	72.4	55.6	35.5
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	35.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	215.3	206.4	244.2	243.2	231.3
유동비율	216.0	170.5	154.1	150.8	150.9
순차입금/자기자본	46.3	40.0	-93.3	-131.1	-124.9
영업이익/금융비용	2.0	5.5	9.3	17.6	24.3
총차입금 (십억원)	268	355	136	136	136
순차입금 (십억원)	231	259	-805	-1,563	-2,046
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	n/a	2,942	3,986
BPS	901,145	5,787	7,695	10,637	14,624
CFPS	n/a	n/a	n/a	3,017	4,064
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

셀트리온 목표주가 추이		투자이견 변동내역															
(원) 		투자 이견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 이견	목표 가격	과라율(%)							
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비					
		2015.04.13	변경	신재훈													
		2015.10.12	Buy	130,000 원	-4.5	-30.7											
		2015.11.12	Buy	130,000 원	-4.5	-26.5											
		2016.01.18	Buy	130,000 원	-7.2	-11.2											
		2016.10.17	Buy	160,000 원	-24.2	-34.5											
		2016.12.19	Buy	160,000 원	-24.2	-34.3											
		2017.01.26	Buy	160,000 원	-27.8	-37.7											
		2017.07.28	Buy	180,000 원	-17.1	-33.9											
		2017.09.22	Buy	180,000 원	-17.1	-19.6											
		2017.10.10	Buy	210,000 원													

셀트리온헬스케어 목표주가 추이		투자이견 변동내역															
(원) 		투자 이견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 이견	목표 가격	과라율(%)							
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비					
		2017.10.10	Buy	80,000 원													

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신재훈)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	86.6% 13.4%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2016. 7. 1 ~ 2017. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)