

## 이제 기대치는 북미 시장으로

현재주가 (11/9)	229,500원
상승여력	26.4%
시가총액	287,784억원
발행주식수	125,396천주
자본금/액면가	1,254억원/1,000원
52주 최고가/최저가	373,500원/167,668원
일평균 거래대금 (60일)	2,499억원
외국인지분율	19.82%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 54인 22.86%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-20.9 -16.8 -11.4
상대주가(%p)	-14.5 -8.2 3.8

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	2,777	3,396	330,000
After	2,490	2,983	290,000
Consensus	3,105	4,142	341,000
Cons. 차이	-19.8%	-28.0%	-15.0%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	6,706	2,497	1,780	3,384	1,427	13.2	73.8	6.4	38.6	9.5	0.0
2017	9,491	5,220	3,994	6,255	3,195	123.9	69.2	11.4	43.7	17.8	0.0
2018F	10,557	4,311	3,120	5,638	2,490	-22.1	92.2	10.5	51.2	12.1	0.0
2019F	12,329	4,861	3,741	6,177	2,983	19.8	76.9	9.2	46.4	12.8	0.0
2020F	14,125	5,398	4,255	6,662	3,393	13.7	67.6	8.1	42.8	12.8	0.0

\* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 2018년 3분기 실적 리뷰

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q18P	3Q17	2Q18	(YoY)	(QoQ)	3Q18F	대비	3Q18F	대비
매출액	2,311	2,321	2,634	-0.4%	-12.3%	2,428	-4.8%	2,692	-14.2%
영업이익	736	1,401	1,082	-47.5%	-32.0%	1,044	-29.5%	1,300	-43.4%
세전이익	715	1,398	927	-48.9%	-22.9%	1,045	-31.6%	1,256	-43.1%
순이익	562	1,122	840	-49.9%	-33.1%	828	-32.2%	828	-32.2%

자료: DataGuide, 현대차증권

〈표2〉 셀트리온 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	1,966	2,461	2,321	2,743	2,450	2,634	2,311	3,162	9,491	10,557	12,329
바이오의약품	1,758	2,163	2,010	2,396	2,204	2,354	1,993	2,876	7,715	9,425	11,162
케미컬의약품	202	296	303	338	242	281	318	284	1,139	1,125	1,161
기타	6	2	8	8	4	0	0	3	24	6	6
영업이익	894	1,383	1,401	1,542	1,165	1,082	736	1,328	5,220	4,311	4,861
세전이익	802	1,407	1,398	1,450	1,153	927	715	1,213	5,057	4,008	4,782
순이익(지배)	678	1,142	1,122	1,053	834	840	562	885	3,994	3,120	3,741
영업이익률	45.5%	56.2%	60.4%	56.2%	47.5%	41.1%	31.9%	42.0%	55.0%	40.8%	39.4%
세전이익률	40.8%	57.2%	60.2%	52.9%	47.1%	35.2%	30.9%	38.4%	53.3%	38.0%	38.8%
순이익률	34.5%	46.4%	48.3%	38.4%	34.1%	31.9%	24.3%	28.0%	42.1%	29.6%	30.3%
YoY 매출액	81.2%	33.0%	37.9%	31.3%	24.6%	7.0%	-0.4%	15.3%	41.5%	11.2%	16.8%
YoY 영업이익	231.3%	79.4%	89.3%	115.3%	30.3%	-21.8%	-47.5%	-13.9%	109.1%	-17.4%	12.8%
YoY 세전이익	671.6%	85.2%	85.6%	114.4%	43.7%	-34.1%	-48.9%	-16.3%	120.5%	-20.8%	19.3%
YoY 순이익	520.9%	92.5%	93.0%	112.0%	23.1%	-26.5%	-49.9%	-16.0%	124.4%	-21.9%	19.9%

Note: 9월 금융당국이 발표한 제약/바이오 기업의 연구개발비 회계처리 관련 감독지침을 고려하여 작성한 재무제표로 공시하여 전기와 전년동기 실적 상이점 발생

자료: 현대차증권

〈표3〉 셀트리온 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
<b>1. 기존제품</b>				환율 1,120원 적용
램시마	202,616	18,091		2020년 이후 전체 자가면역 시장 진출 가정
트룩시마	87,148	7,781		적용 EBIT 기준 55%에서 48.4%로 하향
허쥬마	56,988	5,088		적용 EBIT 기준 55%에서 48.4%로 하향
<b>2. 비영업가치</b>	13,925			
i. 파이프라인		할인 전 NAV	할인률	
CT-P27	7,207	2,319	28.0%	임상 2상부터 판매허가까지 성공확률 적용
ii. 관계기업		시가총액(억원)	지분율	
셀트리온제약	6,718	23,085	48.5%	최근 2Q 평균치 시가총액에 40% 할인 적용
3. 순차입금	순현금			
4. 주주가치 (1+2-3)	360,678			
5. 전체 주식수 (천주)	124,540			자기주식 제외
<b>6. 목표주가 (원)(4/5)</b>	289,609			

자료: 현대차증권

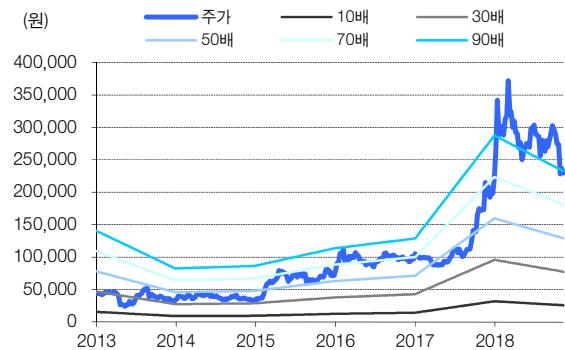
〈표4〉 셀트리온 실적 추정 변경 내역

(단위: 억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	10,557	12,329	10,748	12,624	-1.8%	-2.3%
영업이익	4,311	4,861	4,747	5,500	-9.2%	-11.6%
세전이익	4,008	4,782	4,465	5,425	-10.2%	-11.9%
순이익(지배)	3,120	3,741	3,480	4,259	-10.3%	-12.2%

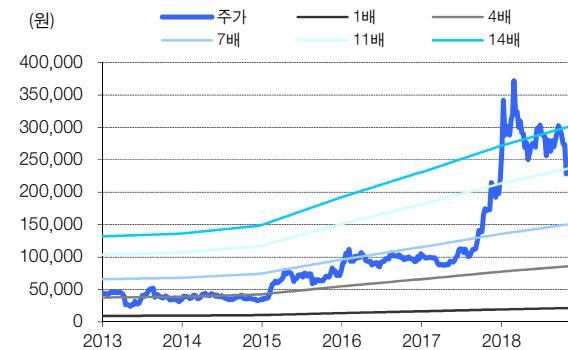
자료: 현대차증권

〈그림1〉 P/E band chart



자료: 현대차증권

〈그림2〉 P/B band chart



자료: 현대차증권

(단위: 억원)					
포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	6,706	9,491	10,557	12,329	14,125
증가율 (%)	11.1	41.5	11.2	16.8	14.6
<b>매출원가</b>	2,740	2,620	4,300	5,262	6,162
매출원가율 (%)	40.9	27.6	40.7	42.7	43.6
<b>매출총이익</b>	3,966	6,871	6,257	7,067	7,963
매출이익률 (%)	59.1	72.4	59.3	57.3	56.4
증가율 (%)	7.5	73.2	-8.9	12.9	12.7
<b>판매관리비</b>	1,469	1,651	1,946	2,206	2,565
판관비율 (%)	21.9	17.4	18.4	17.9	18.2
<b>EBITDA</b>	3,384	6,255	5,638	6,177	6,662
EBITDA 이익률 (%)	50.5	65.9	53.4	50.1	47.2
증가율 (%)	-0.8	84.8	-9.9	9.6	7.9
<b>영업이익</b>	2,497	5,220	4,311	4,861	5,398
영업이익률 (%)	37.2	55.0	40.8	39.4	38.2
증가율 (%)	-3.6	109.1	-17.4	12.8	11.0
<b>영업외손익</b>	-209	-188	-294	-78	-53
금융수익	82	99	205	129	155
금융비용	179	265	283	185	185
기타영업외손익	-112	-22	-216	-22	-23
<b>증속/판계기입관련손익</b>	6	25	-9	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	2,293	5,057	4,008	4,782	5,345
세전계속사업이익률 (%)	34.2	53.3	38.0	38.8	37.8
증가율 (%)	40.6	120.5	-20.7	19.3	11.8
법인세비용	489	1,050	910	1,023	1,069
계속사업이익	1,805	4,007	3,098	3,760	4,276
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,805	4,007	3,098	3,760	4,276
당기순이익률 (%)	26.9	42.2	29.3	30.5	30.3
증가율 (%)	14.0	122.0	-22.7	21.4	13.7
<b>자체주주지분 순이익</b>	1,780	3,994	3,120	3,741	4,255
<b>비자체주주지분 순이익</b>	25	14	-22	19	21
<b>기타포괄이익</b>	-20	22	83	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,785	4,029	3,181	3,760	4,276

(단위: 억원)					
재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	12,541	16,151	17,671	20,395	24,106
현금성자산	2,684	4,192	3,477	2,244	2,724
단기투자자산	76	1,389	2,542	5,755	6,581
매출채권	7,583	8,284	8,732	9,217	10,515
재고자산	1,848	2,006	2,612	2,840	3,913
기타유동자산	350	280	308	339	373
<b>비유동자산</b>	17,679	18,436	19,208	19,855	20,454
유형자산	8,679	8,442	9,074	10,538	11,872
무형자산	8,483	9,519	9,570	8,691	7,893
투자자산	219	332	383	445	509
기타비유동자산	298	143	181	181	180
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	30,219	34,587	36,879	40,249	44,560
<b>유동부채</b>	6,103	6,168	6,331	5,934	5,960
단기차입금	3,440	3,230	2,909	2,909	2,909
매입채무	212	210	186	216	247
유동성장기부채	1,270	939	1,530	1,130	1,130
기타유동부채	1,181	1,789	1,706	1,679	1,674
<b>비유동부채</b>	2,127	2,704	1,788	1,795	1,804
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2,080	2,241	1,254	1,174	1,094
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	463	534	621	710
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8,230	8,871	8,118	7,729	7,764
<b>자본주주지분</b>	20,537	24,246	27,397	31,138	35,393
자본금	1,166	1,227	1,254	1,254	1,254
자본잉여금	7,476	7,608	7,584	7,584	7,584
자본조정 등	143	-298	-227	-227	-227
기타포괄이익누계액	65	87	164	164	164
이익잉여금	11,687	15,622	18,623	22,364	26,618
<b>비자체주주지분</b>	1,453	1,470	1,364	1,383	1,404
<b>자본총계</b>	21,990	25,716	28,761	32,521	36,797

(단위: 원배, %)					
주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	1,447	3,205	2,472	2,999	3,410
EPS(자체순이익 기준)	1,427	3,195	2,490	2,983	3,393
BPS(자본총계 기준)	17,611	20,555	22,936	25,935	29,345
BPS(자본분기 기준)	16,447	19,380	21,848	24,832	28,225
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	72.8	69.0	92.8	76.5	67.3
P/E(자체순이익 기준)	73.8	69.2	92.2	76.9	67.6
P/B(자본총계 기준)	6.0	10.8	10.0	8.8	7.8
P/B(자본분기 기준)	6.4	11.4	10.5	9.2	8.1
EV/EBITDA(Reported)	38.6	43.7	51.2	46.4	42.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	11.7	121.6	-22.9	21.3	13.7
EPS(자체순이익 기준)	13.2	123.9	-22.1	19.8	13.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	9.0	16.8	11.4	12.3	12.3
ROE(자체순이익 기준)	9.5	17.8	12.1	12.8	12.8
ROA	6.3	12.4	8.7	9.7	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	37.4	34.5	28.2	23.8	21.1
순차입금비율	18.3	3.2	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	17.7	39.9	36.6	44.1	51.7

\* K-IFRS 연결기준

### ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/01/11	BUY	127,467	-23.5	-21.0
17/03/24	BUY	127,467	-26.2	-21.0
17/05/15	BUY	127,467	-24.4	-11.2
17/07/07	BUY	132,369	-17.1	-14.9
17/07/27	BUY	137,272	-15.8	6.6
17/09/28	BUY	170,609	-1.5	10.4
17/11/09	BUY	215,713	-5.1	14.4
18/01/04	BUY	285,000	6.2	22.8
18/02/22	BUY	360,000	-16.5	3.8
18/05/10	BUY	360,000	-19.1	3.8
18/06/28	BUY	360,000	-19.9	3.8
18/08/09	BUY	330,000	-15.3	-7.3
18/10/16	BUY	330,000	-19.0	-7.3
18/11/12	BUY	290,000	-	-

### ▶ 최근 2년간 셀트리온 주가 및 목표주가



### ▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강양구의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

### ▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 항후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 항후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

### ▶ 투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.