

## 이제 기대치는 북미 시장으로

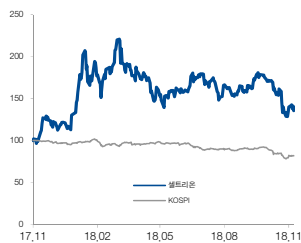
현재주가 (11/9)	229,500원
상승여력	26.4%
시가총액	287,784억원
발행주식수	125,396천주
자본금/액면가	1,254억원/1,000원
52주 최고가/최저가	373,500원/167,668원
일평균 거래대금 (60일)	2,499억원
외국인지분율	19.82%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 54인
	22.86%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-20.9	-16.8	-11.4
상대주가(%)	-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

### 1) 투자포인트 및 결론

- 3Q18 실적: 유럽 내 바이오시밀러 경쟁 심화로 공급단가 낮추며 어닝 쇼크 기록. 매출액 2,311억원(YoY -0.7%), 영업이익 754억원(YoY -41.3%) 기록.
- 4분기 중 美 FDA로부터 허주마 및 트룩시마 판매 허가 모멘텀과 '19년 중 유럽 내 램시마 SC제형 판매허가 가능성을 고려하여 투자의견 BUY 유지.
- 주력제품(램시마/트룩시마/허주마) 가치 산출에 적용하는 이익률 기준 48%에서 바이오시밀러 시장 내 경쟁 본격화를 감안하여 42%로 낮추며 목표주가 기준 33만원에서 29만원으로 하향 조정.

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 1공장 증설 준비로 인한 일시적인 가동률 하락과 '트룩시마' 공급가 인하로 수익성 둔화. 3Q18 매출 중 78% 트룩시마 차지.
- 파이프라인관련: (1)아바스틴(대장암/유방암/폐암 대상 항암제) 바이오시밀러(CT-P16) 글로벌 임상 3상 승인 [불가리아, 헝가리 및 한국에서 IND 승인: 지난해 6월부터 1년간 임상 1상 성공적 진행. 총 20개 국가(유럽 및 남미 포함) 150개 사이트에서 진행 계획. '19년 4Q중 마무리 예상. 오리지널 의약품 '17년 연매출 약 7.5조원으로 전이성 직결장암, 전이성 유방암, 비소세포성폐암, 교모세포종대사 항암제. 다만, 암젠과 바이오젠의 파이프라인(ABP215) 미국 FDA 판매허가 신청한 상태이며 삼성바이오에피스(작년 5월)와 베링거인겔하임(지나해 11월) 임상 3상 개시. 특허만료는 미국 '19년 7월, 유럽 '20년 1월 예정. (2) 예정대로 4Q18 중 트룩시마 및 허주마 미국 승인 기대 가능. (3) 휴미라 바이오시밀러 CT-P17 영국에서 임상 1/3상 개시. '20년 임상완료 목표로 진행 중.

### 3) 주가전망 및 Valuation

- Valuation 변경: 글로벌 바이오시밀러 경쟁심화로 인하여 주요제품 현재가치에 산출되는 EBIT 기준 48%(과거 3년치 평균)에서 42%로 하향 조정.
- 중장기적으로 긍정적인 모멘텀 확보 증으로 3Q18 어닝쇼크로 과도한 주가 조정 시 저가매수 전략 유효하다고 판단. 전세계 리툽시마 및 허셉틴 매출의 50%가 북미시장에서 발생하는 점 (유럽 대비 2배 이상 규모)을 고려하면 향후 실적 개선 기대 가능.

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	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
바이오헬스	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
1. 기존제품				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
2. 비영업가치	13,925			
i. 파이프라인		할인 전 NAV	할인률	임상 2상부터 판매허가까지 성공확률 적용
CT-P27	7,207	2,319	28.0%	
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
6. 목표주가 (원) (4/5)	289,609			

자료: 현대차증권

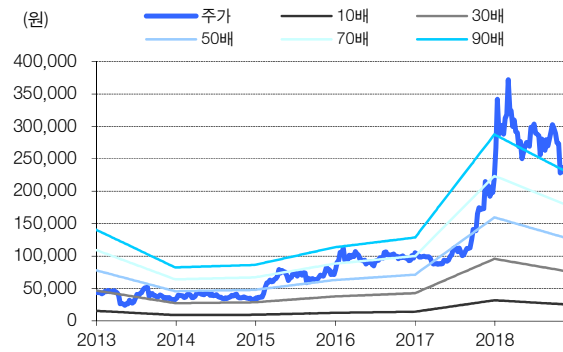
〈표4〉 셀트리온 실적 추정 변경 내역

(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%

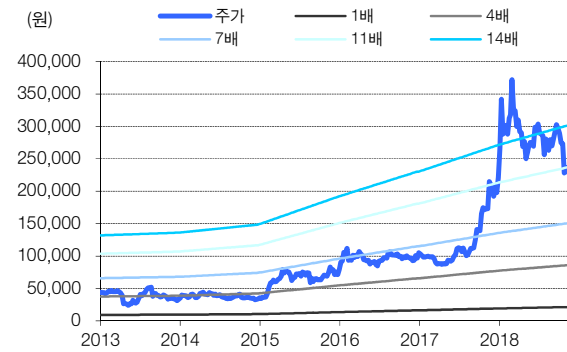
자료: 현대차증권

〈그림1〉 P/E band chart



자료: 현대차증권

〈그림2〉 P/B band chart



자료: 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,706	9,491	10,557	12,329	14,125
증가율 (%)	11.1	41.5	11.2	16.8	14.6
매출원가	2,740	2,620	4,300	5,262	6,162
매출원가율 (%)	40.9	27.6	40.7	42.7	43.6
매출총이익	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
판매관리비	1,469	1,651	1,946	2,206	2,565
판매비율 (%)	21.9	17.4	18.4	17.9	18.2
EBITDA	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
영업이익	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
영업외손익	-209	-188	-294	-78	-53
금융수익	82	99	205	129	155
금융비용	179	265	283	185	185
기타영업외손익	-112	-22	-216	-22	-23
중속/관계기업관련손익	6	25	-9	0	0
세전계속사업이익	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
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	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
지배주주지분 순이익	1,780	3,994	3,120	3,741	4,255
비지배주주지분 순이익	25	14	-22	19	21
기타포괄이익	-20	22	83	0	0
총포괄이익	1,785	4,029	3,181	3,760	4,276

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	2,509	5,166	2,912	4,451	3,264
당기순이익	1,805	4,007	3,098	3,760	4,276
유형자산 상각비	399	390	407	436	466
무형자산 상각비	487	645	921	879	798
외환손익	0	0	0	0	0
운전자분의 감소(증가)	-736	-695	-1,597	-653	-2,290
기타	554	819	83	29	14
투자활동으로인한현금흐름	-1,625	-2,643	-2,680	-5,094	-2,599
투자자산의 감소(증가)	21	-88	-42	-63	-64
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-141	-210	-1,040	-1,900	-1,800
기타	-1,505	-2,345	-1,599	-3,131	-735
재무활동으로인한현금흐름	287	-963	-960	-590	-184
차입금의 증가(감소)	504	161	-987	-80	-80
사채의증가(감소)	-1,133	0	0	0	0
자본의 증가	1,031	193	3	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-115	-1,317	24	-510	-104
기타현금흐름	14	-53	12	0	0
현금의증가(감소)	1,185	1,508	-715	-1,233	480
기초현금	1,499	2,684	4,192	3,477	2,244
기말현금	2,684	4,192	3,477	2,244	2,724

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	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
채고자산	1,848	2,006	2,612	2,840	3,913
기타유동자산	350	280	308	339	373
비유동자산	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
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	30,219	34,587	36,879	40,249	44,560
유동부채	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
유동성정기부채	1,270	939	1,530	1,130	1,130
기타유동부채	1,181	1,789	1,706	1,679	1,674
비유동부채	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
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,230	8,871	8,118	7,729	7,764
지배주주지분	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
이익잉여금	65	87	164	164	164
기타포괄이익누계액	11,687	15,622	18,623	22,364	26,618
비지배주주지분	1,453	1,470	1,364	1,383	1,404
자본총계	21,990	25,716	28,761	32,521	36,797

(단위: 원, 백, %)

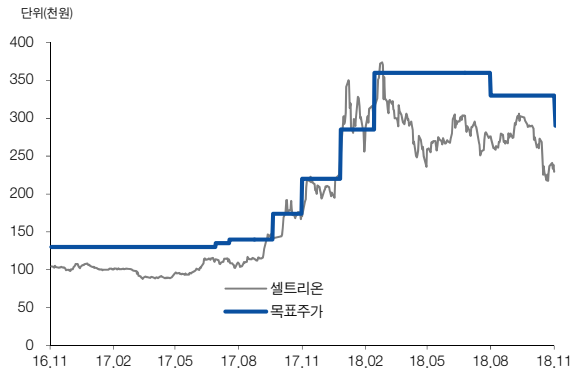
주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	1,447	3,205	2,472	2,999	3,410
EPS(지배순이익 기준)	1,427	3,195	2,490	2,983	3,393
BPS(자본총계 기준)	17,611	20,555	22,936	25,935	29,345
BPS(지배자본 기준)	16,447	19,380	21,848	24,832	28,225
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	72.8	69.0	92.8	76.5	67.3
P/E(지배순이익 기준)	73.8	69.2	92.2	76.9	67.6
P/B(자본총계 기준)	6.0	10.8	10.0	8.8	7.8
P/B(지배자본 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
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	11.7	121.6	-22.9	21.3	13.7
EPS(지배순이익 기준)	13.2	123.9	-22.1	19.8	13.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.0	16.8	11.4	12.3	12.3
ROE(지배순이익 기준)	9.5	17.8	12.1	12.8	12.8
ROA	6.3	12.4	8.7	9.7	10.1
안정성 (%)					
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

### ▶ 투자이전 및 목표주가 추이

일자	투자이전	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 유가증권(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.

### ▶ 투자이전 분류

- ▶ 업종 투자이전 분류 현대차증권의 업종투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 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 종목투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 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 조사항목은 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.