



Marketperform(Maintain)

목표주가: 250,000원
주가(1/4): 220,000원

시가총액: 276,003억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/4)		2,010.25pt
52 주 주가동향		281,486억원
최고/최저가 대비	최고가	최저가
등락률	366,947원	196,982원
수익률	-40.05%	11.69%
1M	절대	상대
6M	-8.0%	-3.3%
1Y	-23.2%	-13.4%

Company Data

발행주식수	125,456천주
일평균 거래량(3M)	1,341천주
외국인 지분율	19.70%
배당수익률(18E)	0.01%
BPS(18E)	21,651원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외
	22.89%

투자자료

(억원, IFRS **)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,491	9,651	12,537	18,108
보고영업이익	5,220	3,809	4,945	7,116
핵심영업이익	5,220	3,809	4,945	7,143
EBITDA	6,255	4,786	5,877	8,031
세전이익	5,057	3,698	4,831	7,026
순이익	4,007	2,922	3,817	5,550
자배주주지분순이익	3,994	2,912	3,804	5,531
EPS(원)	3,195	2,323	3,032	4,409
증감률(%)YoY)	124.0	-27.3	30.5	45.4
PER(배)	68.0	93.5	71.7	49.3
PBR(배)	11.2	10.0	8.8	7.5
EV/EBITDA(배)	44.5	57.5	46.4	33.7
보고영업이익률(%)	55.0	39.5	39.4	39.3
핵심영업이익률(%)	55.0	39.5	39.4	39.4
ROE(%)	16.8	10.7	12.5	15.8
순부채비율(%)	3.2	-9.0	-15.3	-19.0

분기실적

(억원, IFRS **)	4Q18(P)	3Q18	4Q17
	키움 컨센서스	%QoQ	%YoY
매출액	2,256	2,707	-2.4%
영업이익	826	955	-17.8%
세전이익	903		12.2%
자배주주지분순이익	676	672	26.4%
			-41.0%

실적프리뷰

셀트리온 (068270)

실적과 JP모건 컨퍼런스 프리뷰



4일 신년 간담회에서 올해 사업 및 마케팅 전략 소개가 있었습니다. 올해 키워드는 직판체제와 램시마SC 연말 출시 기대감 등이 될 것으로 보입니다. 셀트리온헬스케어의 직판체제 구축으로 인한 재고 조정과 1공장 증설로 인한 조업도 손실로 단기 실적 개선은 어려워 보이나, 트룩시마와 허쥬마 미국 출시 및 직판체제 안정화 등으로 하반기 실적 개선이 기대됩니다. 연말 램시마SC 유럽 승인 모멘텀도 있어 주가는 하반기로 갈수록 긍정적 흐름이 예상됩니다.

>>> 4분기 실적은 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액 2,256억원(YoY -17.8%), 영업이익 826억원(YoY -48%)로 컨센서스 하회가 전망된다. 금번 4분기에는 허쥬마 품목만 (1,760억원) 공급되었고, 1공장 증설 증으로 조업도 손실이 발생했을 것으로 추측된다. '19.1분기 매출액은 2,605억원(YoY +6.3%), 영업이익 922억원(YoY -20.9%)가 예상된다. 1공장 증설(5만 리터→10만 리터)이 1분기에 완료되고, 트룩시마와 허쥬마의 미국 출시 및 직판체제 등 안정화가 시작되는 '19년 하반기 실적 개선이 예상된다.

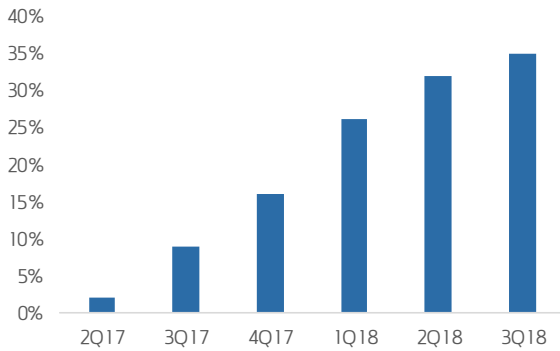
>>> 컨퍼런스에서 직판체제와 램시마SC 초점

램시마 SC 유럽 승인신청 예정으로 '19년말 승인 예상된다. 미국은 '22년 출시를 목표로 하고 있다. 램시마SC의 경쟁력은 1) 용량 컨트롤이 용이해 IBD 환자에 안전성 및 편의성 제공, 2) 램시마SC 직판 체제 사용으로 마진 개선, 3) 기존 램시마 대비 2배 수준의 높은 가격 등이 있다. Infiximab의 60% 이상 차지하는 염증성장질환(IBD) 환자는 infliximab 정맥 주사(IV) 후 안정화되면 편의를 위해 휴미라 등과 같은 피하주사(SC)제형 처방을 받는다. 다만, 처방 후 질병이 악화되는 경우 면역원성 등의 문제로 다시 IV 처방이 불가능해 수술해야 하나, 램시마SC의 경우 용량을 높여 다시 IV 처방이 가능하다는 장점이 있다. 금번 컨퍼런스에서 직판체제 언급이 있을 것으로 보이며, 직판체제의 효과는 이르면 '19년 하반기부터 나타날 수 있을 것으로 보인다. 직판체제를 위해 '18년 유통 파트너사로의 재고 조정이 있었던 것으로 추측된다. 램시마, 트룩시마, 허쥬마 품목당 유통 파트너사에 주는 평균 판매 수수료는 각각 40%, 38%, 37%으로 높아 향후 직판체제 전환시 이익 개선이 예상되며, 직판체제 변경에 소요되는 비용도 점차 커버 가능할 것으로 보인다. 생산은 CMO와 8만리터 계약하여 밸리데이션 증으로 '19.2H 상업 생산 가능할 것으로 예상되며, 9만리터 CMO 추가 협상 중에 있다. 3공장은 국내에 12만리터 건설을 계획하고 있으며, 4-5년 정도 소요가 예상된다. 1공장(10만), 2공장(9만), 3공장(12만)으로 3공장 완공 시 국내 31만리터에 해외 4공장(24만)으로 총 55만리터 생산규모 확대 예상된다.

>>> 단기 실적보다는 '20년 성장 기대

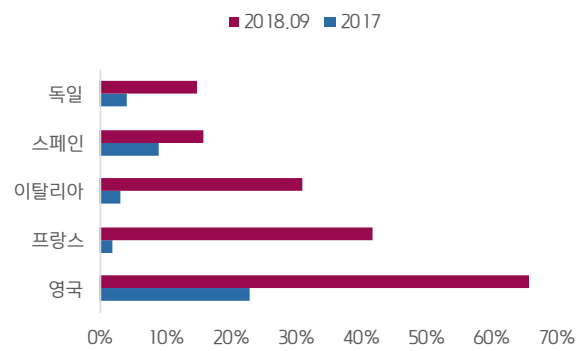
'19.1Q 1공장 증설 완료되고, 하반기 직판체제 안정화 및 8만리터 CMO 상업 생산이 가능해 실적은 상반기보다 하반기 개선 폭이 클 것으로 보이며, '19년말 SC 제형의 유럽 출시 등으로 '20년 성장 모멘텀도 보유하고 있다. '19년 실적 추정에 큰 변화 없이 목표주가 25만원을 유지한다.

트룩시마 점유율 추이



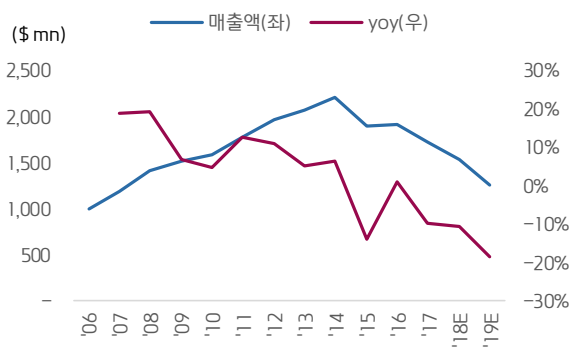
자료: IQVIA, 셀트리온, 키움증권 리서치

트룩시마 국가별 점유율



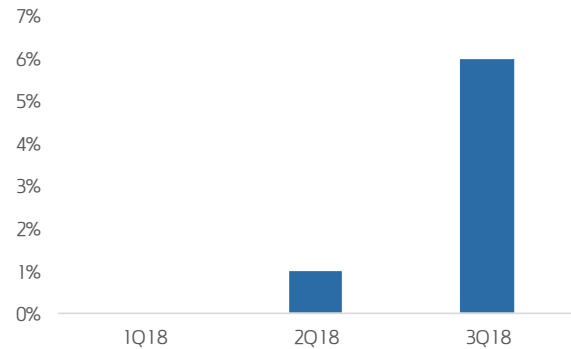
자료: IQVIA, 셀트리온, 키움증권 리서치

리툽산/맵테라 유럽 매출 추이



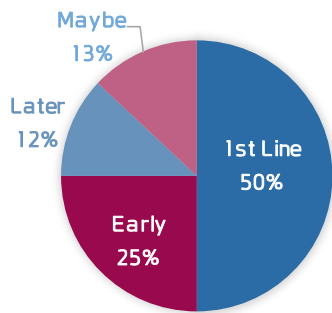
자료: GlobalData, 키움증권 리서치

허쥬마 점유율 추이



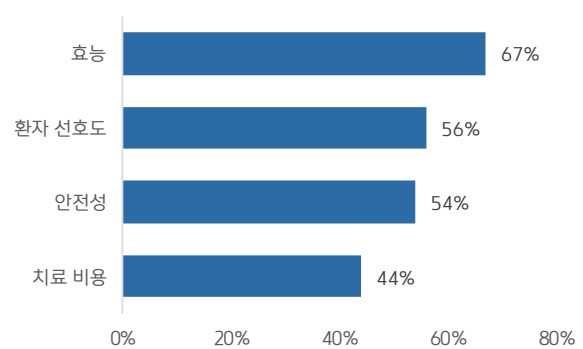
자료: IQVIA, 셀트리온, 키움증권 리서치

1차 치료제로 램시마SC 의사 선호도 조사



자료: CTHC, 셀트리온, 키움증권 리서치

1차 치료제 선호 이유



자료: Internal Market Research, 셀트리온, 키움증권 리서치

'17 매출 (\$bn)	제품명	경쟁사	현황	품목명	비고
18.9	Humira (Adalimumab) Abbvie	1 Amgen	FDA 승인('16.09)	Amjevita	Abbvie와 합의. 미국 출시 '23.01
		2 Samsung Bioepis/Merck	EMA 승인('17.03) EMA 승인('18.08) FDA 허가신청('18.09)	Imraldi(SB5)	Abbvie와 합의
		3 Boehringer Ingelheim	FDA 승인('17.08) EMA 승인('17.11)	Cyltezo	Abbvie와 협상 진행 유럽 진출 포기
		4 Mylan-Kyowa Kirin	EMA 승인('18.09)	Hulio	Abbvie와 협상 진행
		5 Sandoz	EMA 승인('18.07) FDA 승인('18.10)	Hyrmoz	Abbvie와 합의
		6 Pfizer	3상 완료('18.2Q)	PF-06410293	유럽 진출 포기
		7 Coherus	3상 완료('17.08)	CHS1420	'22년 출시 집중
7.7	Rituxan/MabThera (Rituximab) Roche/Genentech	1 Celltrion/Teva	EMA 승인('17.02) FDA 승인('18.11)	Truxima(CT-P10)	'17.1H FDA 허가신청 계획
		2 Sandoz	EMA 승인('17.06) FDA 허가신청('17.09)	Rixathon(GP2013)	FDA로부터 CRL 받음('18.05) 미국 포기('18.11)
		3 Pfizer	3상 완료('18.01)	PF-05280586	
		4 Amgen/Allergan	3상 진행 중	ABP798	
7.0	Avastin (Bevacizumab) Roche/Genentech	1 Amgen/Allergan	EMA 허가 ('18.01) FDA 승인 ('17.09)	Mvasi	
		2 Pfizer	3상 완료('18.10)	PF-06439535	
		3 Samsung Bioepis/Merck	3상 진행 중	SB8	
		4 Boehringer Ingelheim	3상 진행 중	BI 695502	
		5 Oncobiologics	1상 완료('15.10)	ONS-1045	
7.3	Herceptin (Trastuzumab) Roche/Genentech	1 Mylan/Biocon	FDA 허가승인('17.12)	Ogivri	
		2 Samsung Bioepis/Merck	EMA 허가신청('16.08) EMA 허가 승인('17.11) FDA 허가신청('17.12)	Ontruzant	EMA 생산시설 조사 및 허가신청 자진 철회 유럽 퍼스트 무버
		3 Celltrion/Teva	EMA 허가승인('18.02) FDA 허가승인('18.12)	Herzuma(CT-P6)	FDA CRL 수령('18.06)
		4 Amgen/Allergan	FDA CRL 수령('18.06) EMA 허가 ('18.05)	ABP 980 Kanjinti	
		5 Pfizer	EMA 허가 ('18.07) FDA CRL 수령('18.04)	Trazimera	
7.7	Remicade (Infliximab) J&J / Merck	1 Celltrion/Pfizer	FDA 승인('16.04)	Inflectra	16.11 출시
		2 Samsung Bioepis/Merck	EMA 승인('13.06) EMA 승인('16.05) FDA 승인('17.04)	Flixabi 렐플렉시스(SB2)	17.3Q 출시
		3 Sandoz	EMA 승인('18.05)	Zessly	Pfizer로부터 EU 판권 인수('16.02)
		4 Amgen	3상 완료('18.06)	ABP 710	
		5 Aprogen/Nichi-Iko	3상 진행 중	GS071	
		6 Ranbaxy/Epirus	3상 진행 중	BOW015	
11.2	Enbrel (Etanercept) Amgen	1 Sandoz	FDA 승인('16.08)	Erelzi	
		2 Samsung Bioepis/Merck	EMA 승인('17.06) EMA 승인('16.01)	Benepali	
		3 Coherus	EMA 허가신청('16.11)	CHS-0214	
		4 LG Life Sciences	3상 완료('17.06)	LBEC0101	일본 노동후생성 시판 허가('18.01.)

출처 : 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,706	9,491	9,651	12,537	18,108
매출원가	2,740	2,620	3,998	5,259	7,596
매출총이익	3,966	6,871	5,653	7,278	10,512
판매비및일반관리비	1,469	1,651	1,844	2,333	3,369
영업이익(보고)	2,497	5,220	3,809	4,945	7,116
영업이익(핵심)	2,497	5,220	3,809	4,945	7,143
영업외손익	-204	-163	-111	-114	-117
이자수익	32	47	48	51	59
배당금수익	0	8	0	0	0
외환이익	74	74	0	0	0
이자비용	141	131	130	140	140
외환손실	69	161	0	0	0
관계기업지분손익	6	20	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-1	0	0	0
기타	-106	-20	-29	-25	-36
법인세차감전이익	2,293	5,057	3,698	4,831	7,026
법인세비용	489	1,050	777	1,015	1,475
유효법인세율 (%)	21.3%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	1,805	4,007	2,922	3,817	5,550
지배주주지분순이익(억원)	1,780	3,994	2,912	3,804	5,531
EBITDA	3,384	6,255	4,786	5,877	8,031
현금순이익(Cash Earnings)	2,691	5,043	3,899	4,748	6,439
수정당기순이익	1,805	4,007	2,922	3,817	5,550
증감율(% YoY)					
매출액	11.1	41.5	1.7	29.9	44.4
영업이익(보고)	-3.6	109.1	-27.0	29.8	43.9
영업이익(핵심)	-3.6	109.1	-27.0	29.8	44.4
EBITDA	-0.8	84.9	-23.5	22.8	36.7
지배주주지분 당기순이익	15.5	124.4	-27.1	30.6	45.4
EPS	14.7	124.0	-27.3	30.5	45.4
수정순이익	13.7	122.0	-27.1	30.6	45.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,541	16,151	19,872	25,041	32,511
현금및현금성자산	2,684	4,192	7,573	9,529	10,954
유동금융자산	76	1,389	1,413	1,835	2,651
매출채권및유동채권	7,840	8,548	8,692	11,291	16,309
재고자산	1,848	2,006	2,178	2,364	2,567
기타유동비금융자산	93	16	17	21	31
비유동자산	17,679	18,436	17,682	17,054	16,554
장기매출채권및기타비유동채권	130	143	145	189	273
투자자산	219	332	343	392	487
유형자산	8,679	8,442	8,279	8,124	7,975
무형자산	8,483	9,519	8,914	8,349	7,819
기타비유동자산	168	0	0	0	0
자산총계	30,219	34,587	37,554	42,094	49,065
유동부채	6,103	6,168	6,202	6,810	7,983
매입채무및기타유동채무	953	1,367	1,390	1,805	2,607
단기차입금	3,440	3,230	3,230	3,230	3,230
유동성장기차입금	1,270	939	939	939	939
기타유동부채	439	633	644	836	1,208
비유동부채	2,127	2,704	2,711	2,852	3,124
장기매입채무및비유동채무	10	122	124	161	232
사채및장기차입금	2,080	2,241	2,241	2,241	2,241
기타비유동부채	38	341	346	450	650
부채총계	8,230	8,871	8,913	9,662	11,107
자본금	1,166	1,227	1,255	1,255	1,255
주식발행초과금	7,294	7,417	7,417	7,417	7,417
이익잉여금	11,687	15,622	18,511	22,291	27,799
기타자본	389	-21	-21	-21	-21
지배주주지분자본총계	20,536	24,246	27,162	30,942	36,450
비지배주주지분자본총계	1,453	1,470	1,479	1,491	1,508
자본총계	21,990	25,716	28,641	32,433	37,958
순차입금	4,030	828	-2,576	-4,955	-7,195
총차입금	6,789	6,409	6,409	6,409	6,409

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,509	5,166	3,635	2,559	2,371
당기순이익	1,805	4,007	2,922	3,817	5,550
감가상각비	399	390	373	366	359
무형자산상각비	487	645	604	566	530
외환손익	-8	88	0	0	0
자산처분손익	157	0	0	0	0
지분법손익	-6	-25	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-736	-695	-283	-2,189	-4,068
기타	410	755	20	0	0
투자활동현금흐름	-1,625	-2,643	-236	-682	-1,121
투자자산의 처분	17	-1,481	-26	-472	-911
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-141	-210	-210	-210	-210
무형자산의 처분	-1,640	-1,063	0	0	0
기타	138	111	0	0	0
재무활동현금흐름	287	-963	-19	79	175
단기차입금의 증가	476	-353	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	79	100	0	0	0
배당금지급	0	0	-24	-25	-25
기타	-268	-710	6	104	200
현금및현금성자산의순증가	1,185	1,508	3,381	1,956	1,425
기초현금및현금성자산	1,499	2,684	4,192	7,573	9,529
기말현금및현금성자산	2,684	4,192	7,573	9,529	10,954
Gross Cash Flow	3,245	5,861	3,918	4,748	6,439
Op Free Cash Flow	334	3,204	3,493	2,439	2,253

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당 지표(원)					
EPS	1,426	3,195	2,323	3,032	4,409
BPS	16,447	19,380	21,651	24,664	29,054
주당EBITDA	2,711	5,004	3,819	4,684	6,402
CFPS	2,156	4,034	3,111	3,785	5,132
DPS	50	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	72.6	68.0	93.5	71.7	49.3
PBR	6.3	11.2	10.0	8.8	7.5
EV/EBITDA	40.6	44.5	57.5	46.4	33.7
PCFR	48.0	53.9	69.8	57.4	42.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	37.2	55.0	39.5	39.4	39.3
영업이익률(핵심)	37.2	55.0	39.5	39.4	39.4
EBITDA margin	50.5	65.9	49.6	46.9	44.4
순이익률	26.9	42.2	30.3	30.4	30.7
자기자본이익률(ROE)	9.0	16.8	10.7	12.5	15.8
투자자본이익률(ROIC)	7.9	15.9	11.5	14.6	19.3
안정성(%)					
부채비율	37.4	34.5	31.1	29.8	29.3
순차입금비율	18.3	3.2	-9.0	-15.3	-19.0
이자보상배율(배)	17.7	39.9	29.3	35.3	51.0
활동성(배)					
매출채권회전율	0.9	1.2	1.1	1.3	1.3
재고자산회전율	3.2	4.9	4.6	5.5	7.3
매입채무회전율	7.7	8.2	7.0	7.8	8.2

Compliance Notice

- 당사는 1월 4일 현재 '셀트리온' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 (068270)	2017-02-22	BUY(Maintain)	135,000 원	6개월	-33.49	-27.55
	2017-05-12	BUY(Maintain)	135,000 원	6개월	-28.52	-17.55
	2018-11-21	Marketperform(Reinitiate)	250,000 원	6개월	-10.76	-3.52
	2019-01-07	Marketperform(Maintain)	250,000 원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%