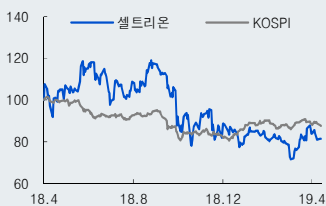


투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 270,000원
현재주가(19/05/08)	205,500원
상승여력	31%

영업이익(19F,십억원)	464
Consensus 영업이익(19F,십억원)	403
EPS 성장률(19F,%)	38.1
MKT EPS 성장률(19F,%)	-18.2
P/E(19F,x)	72.6
MKT P/E(19F,x)	12.1
KOSPI	2,168.01

시가총액(십억원)	26,294
발행주식수(백만주)	128
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	20.3
베타(12M) 일간수익률	0.99
52주 최저가(원)	180,500
52주 최고가(원)	300,632

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-12.3	-11.4
상대주가	7.2	-15.3	0.2



[바이오/헬스케어]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraeeasset.com

셀트리온 (068270)

1Q19 Review: 계획대로 되고 있다

1공장 shut-down 영향에서 벗어나며 수익성 개선

셀트리온은 연결 기준 1Q19 매출액 2,217억원(-8.6% QoQ), 영업이익 774억원(+75.8% QoQ)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 소폭 상회하는 양호한 실적이다. 작년 하반기 5만 리터 증설 작업으로 shut-down 했던 1공장이 부분 가동되며 생산량이 증가했고, 연말 램시마SC 유럽 출시를 앞두고 셀트리온헬스케어로 공급을 개시했다. 지난 분기까지는 제품별 매출비중 차이가 컸지만 1Q19는 트룩시마 33%, 램시마SC 23%, 허쥬마 22%, 기타 23%로 모든 제품이 고르게 판매됐다. 이는 셀트리온헬스케어와 시장에서의 재고가 적절히 관리되고 있다고 볼 수 있기에 긍정적이라 판단한다. 영업이익률은 34.9%로 전 분기의 18.1% 대비 크게 상승했는데 이는 1공장 shut-down 영향이 축소됐음에 기인한다.

계획대로 되고 있다

① 생산설비: 예정대로 1공장의 기존 5만 리터는 2월 1일부터 가동됐다. 신규 5만 리터도 차질 없이 하반기에 가동될 전망이다. 12만 리터 규모의 3공장 증설과 건설기간 동안 8만 리터의 해외 CMO를 활용하는 방안도 확정됐다. 이에 맞춰 원료를 완제로 전환하는 생산설비도 확장할 계획이다.

② 파이프라인: 램시마SC도 예정대로 연내 유럽 출시가 기대된다. 최근 FDA와 협의로 미국은 임상1상과 2상을 pass하고 임상3상부터 진행하기로 결정됐다. 아바스틴 바이오시밀러의 임상3상도 순조로우며, 고농축 제형의 휴미라 바이오시밀러는 지난 3월 말 글로벌 임상3상의 환자 모집이 완료됐다.

목표주가 다소 하향하지만 투자의견 '매수' 유지

동사에 대한 투자의견 '매수'를 유지한다. CAPA 증설과 파이프라인 개발이 계획대로 진행되고 있다는 점 외 ① 가동률 상승과 ASP 높은 램시마SC의 매출액 증가로 이익률 개선이 예상되고 ② 6월 중 중국 내 합작법인 설립을 통해 본격적으로 중국 바이오시밀러 시장에 진출할 예정이며 ③ 에이즈 치료제 테믹시스와 항생제 리네졸리드의 FDA 허가로 미국과 국제 입찰 시장에서 케미컬약품 사업이 시작됐다는 점이 투자포인트다. 다만 목표주가는 기존 335,000원에서 270,000원으로 하향하는데 미국에서의 더딘 바이오시밀러 점유율 상승과 유럽에서의 바이오시밀러 가격 인하를 반영해 목표주가 산정에 기준이 되는 2021년 EPS를 약 20% 하향했기 때문이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	671	949	982	1,173	1,532	1,719
영업이익 (십억원)	250	508	339	464	692	813
영업이익률 (%)	37.3	53.5	34.5	39.6	45.2	47.3
순이익 (십억원)	178	382	262	362	545	649
EPS (원)	1,399	3,000	2,049	2,830	4,175	4,878
ROE (%)	9.5	17.5	10.8	13.4	17.2	17.3
P/E (배)	73.9	72.4	108.6	72.6	49.2	42.1
P/B (배)	6.4	11.7	10.8	8.7	7.7	6.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q19 Review

(십억원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	245.0	242.6	221.7	-9.5	-8.6	217.5	219.7
영업이익	115.3	44.0	77.4	-32.9	75.8	73.0	71.9
opm	47.1	18.1	34.9			33.6	32.7
지배주주순이익	81.2	44.0	63.9	-21.3	45.4	65.9	63.2

자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

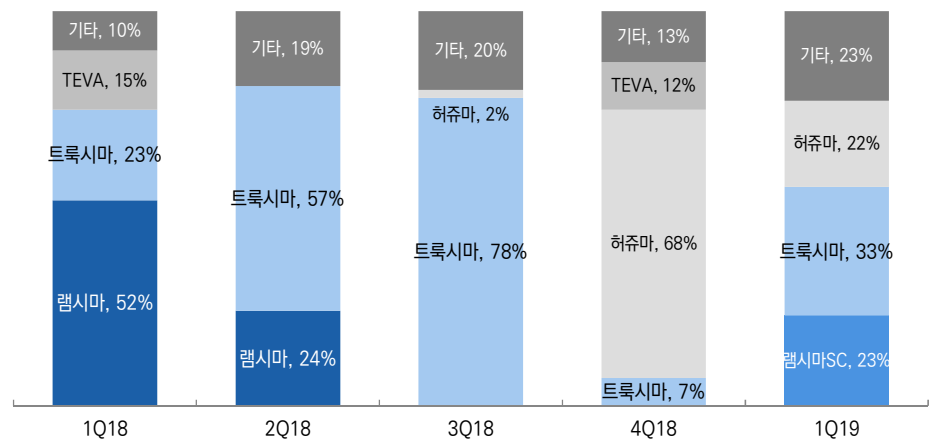
표 2. 추정실적 변경내역

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	1,371	1,743	1,173	1,532	-14.4	-12.1	미국에서의 더딘 시장점유율 상승
영업이익	603	843	464	692	-23.0	-17.9	유럽에서의 바이오시밀러 가격 인하
당기순이익	477	674	368	554	-22.8	-17.8	
EPS	3,664	5,077	2,830	4,175	-22.8	-17.8	
BPS	24,319	28,372	23,525	26,724	-3.3	-5.8	
영업이익률	44.0	48.4	39.6	45.2	-4.4	-3.2	
순이익률	34.8	38.6	31.4	36.2	-3.4	-2.5	

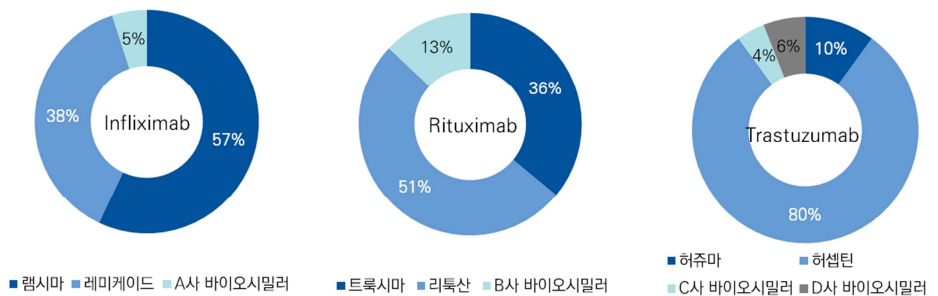
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 제품별 매출비중 추이



자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 유럽 바이오의약품 시장점유율 (18년 말 기준)



자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온 (068270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	982	1,173	1,532	1,719
매출원가	433	457	552	584
매출총이익	549	716	980	1,135
판매비와관리비	210	251	288	322
조정영업이익	339	464	692	813
영업이익	339	464	692	813
비영업손익	-21	2	8	19
금융손익	-3	-1	2	11
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	318	466	700	832
계속사업법인세비용	64	98	146	172
계속사업이익	254	368	554	660
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	254	368	554	660
지배주주	262	362	545	649
비지배주주	-8	6	9	11
총포괄이익	256	368	554	660
지배주주	264	380	572	681
비지배주주	-8	-12	-18	-21
EBITDA	465	591	819	941
FCF	303	306	366	535
EBITDA 마진율 (%)	47.4	50.4	53.5	54.7
영업이익률 (%)	34.5	39.6	45.2	47.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.7	30.9	35.6	37.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	1,664	1,985	2,475	3,062
현금 및 현금성자산	411	564	764	1,137
매출채권 및 기타채권	931	1,040	1,256	1,409
재고자산	163	195	234	262
기타유동자산	159	186	221	254
비유동자산	1,876	1,882	1,900	1,920
관계기업투자등	28	33	44	49
유형자산	881	886	893	902
무형자산	922	917	917	921
자산총계	3,541	3,868	4,375	4,982
유동부채	678	645	614	575
매입채무 및 기타채무	67	80	97	108
단기금융부채	414	374	331	286
기타유동부채	197	191	186	181
비유동부채	230	216	202	187
장기금융부채	103	93	82	71
기타비유동부채	127	123	120	116
부채총계	908	861	816	762
지배주주지분	2,524	2,891	3,436	4,085
자본금	125	128	130	133
자본잉여금	777	777	777	777
이익잉여금	1,702	2,061	2,604	3,250
비지배주주지분	109	115	124	135
자본총계	2,633	3,006	3,560	4,220

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	382	352	415	587
당기순이익	254	368	554	660
비현금수익비용가감	216	226	269	285
유형자산감가상각비	41	41	42	43
무형자산상각비	86	85	85	86
기타	89	100	142	156
영업활동으로인한자산및부채의변동	-11	-144	-262	-187
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-157	-193	-141
재고자산 감소(증가)	0	-32	-39	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	4	5	4
법인세납부	-76	-98	-146	-172
투자활동으로 인한 현금흐름	-193	-134	-141	-142
유형자산처분(취득)	-79	-46	-49	-52
무형자산감소(증가)	-126	-80	-85	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	34	-18	-21	-24
기타투자활동	-22	10	14	24
재무활동으로 인한 현금흐름	-198	-62	-64	-66
장단기금융부채의 증가(감소)	-124	-50	-53	-56
자본의 증가(감소)	19	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-93	-12	-11	-10
현금의 증가	-9	154	200	373
기초현금	419	411	564	764
기말현금	411	564	764	1,137

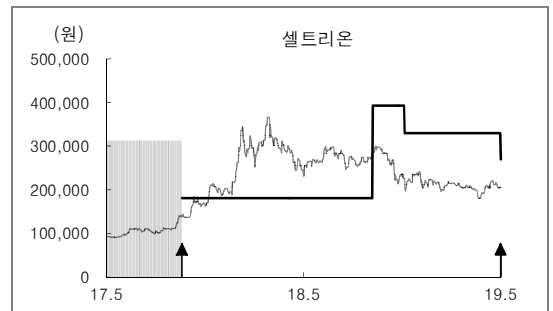
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	108.6	72.6	49.2	42.1
P/CF (x)	60.5	44.3	32.6	28.9
P/B (x)	10.8	8.7	7.7	6.6
EV/EBITDA (x)	60.2	44.3	31.6	27.1
EPS (원)	2,049	2,830	4,175	4,878
CFPS (원)	3,677	4,642	6,311	7,106
BPS (원)	20,656	23,525	26,724	30,994
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.5	19.5	30.6	12.2
EBITDA증가율 (%)	-23.3	27.1	38.6	14.9
조정영업이익증가율 (%)	-33.3	36.9	49.1	17.5
EPS증가율 (%)	-31.7	38.1	47.5	16.8
매출채권 회전을 (회)	1.2	1.3	1.4	1.4
재고자산 회전을 (회)	5.4	6.6	7.1	6.9
매입채무 회전을 (회)	20.8	20.1	20.3	18.6
ROA (%)	7.4	9.9	13.4	14.1
ROE (%)	10.8	13.4	17.2	17.3
ROIC (%)	10.4	13.2	18.4	20.1
부채비율 (%)	34.5	28.7	22.9	18.1
유동비율 (%)	245.5	307.6	403.3	532.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-7.9	-14.4	-22.9
조정영업이익/금융비용 (x)	23.8	37.8	62.9	84.3

자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온(068270)				
2019.05.08	매수	270,000	-	-
2018.11.11	매수	329,123	-35.91	-26.72
2018.09.13	매수	392,983	-33.93	-23.50
2017.09.25	매수	181,102	41.84	102.62



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.