셀트리온(068270.KQ)



바이오/스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(08/18)	109,500원

Key Data	(기준일: 2017.08.18)
KOSPI(pt)	2,358.4
KOSDAQ(pt)	643.6
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	13,428.6
52주 최고/최저(원)	119,500 / 87,400
52주 일간 Beta	0.34
발행주식수(천주)	122,635
평균거래량(3M,천주)	705
평균거래대금(3M,백만원)	75,967
배당수익률(17F, %)	0.2
외국인 지분율(%)	25.0
주요주주 지분율(%)	
㈜셀트리온홀딩스외…	22.6
Ion Investments B.V	14.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.9	16.5	8.5	1.4
KOSPI 대비상대수익률	2.2	15.6	4.5	9.1

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	670.6	964.3	1,207.9
영업이익(십억원)	249.7	483.8	655.8
세전계속사업손익(십억원)	229.3	469.1	641.8
당기순이익(십억원)	180.5	371.8	500.6
EPS(원)	1,455	2,997	4,023
증감률(%)	14.3	106.0	34.2
PER(배)	73.8	36.5	27.2
ROE(%)	9.6	16.6	18.8
PBR(배)	6.4	5.5	4.6
EV/EBITDA(배)	40.5	23.6	17.9

자료: 유진투자증권

다시 불거진 미국 약가 논란, 해답은 바이오시밀러 활성화

미국 하원, 다발성 경화증 치료제의 가격 인상에 대해 조사 돌입

- 지난 주말 미국 하원의 민주당 의원들은 2004년~2015년 동안 평균 약가가 약 4배가까이 상승한 다발성 경화증 치료제에 대한 전격 조사를 결정했다. 대표적인 회사인 바이오젠을 비롯한 7개 제약사에게 가격 정책에 대한 자료를 요구하는 서한을 발송했다. 다발성 경화성 치료제의 매출비중이 약 70%(2017년 예상 매출액 기준)에 달하는 바이오젠 아이덱의 주가는 이 영향으로 지난 이틀 동안 약 4% 하락했다. 2016년 하반기 대선 과정에서 약가 인하에 대한 문제가 화두가 되면서 미국 바이오지수가 급락한 바 있다(도표 1번 참조). 트럼프의 당선 후 잠잠하던 약가 문제가 다시 점화되고 있다.

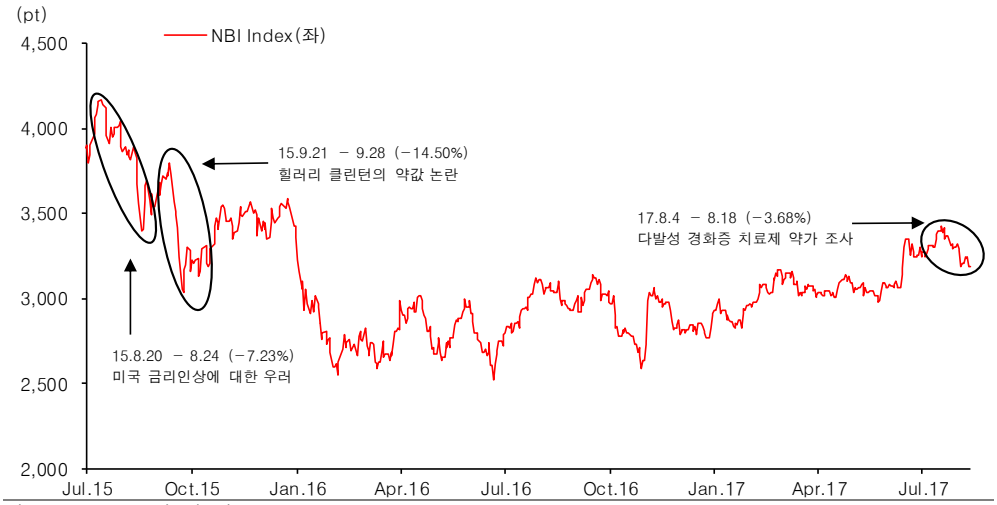
바이오시밀러 활성화 제외하고는 해결책 찾기 어려워

- 미국에서는 바이오/제약업체들의 약가에 대해 정부의 인위적인 개입이 법적으로 금지되어 있다. 공보험에 한해 리베이트 제도를 통해 제한적으로 간여할 수 있을 뿐이다. 다수당인 공화당이 일괄적인 약가 인하에 대해 반대하고 있어 당분간 인위적인 약가 인하는 어려울 것이다. 따라서 미국의 정책당국이 약가 인하의 효과를 볼 수 있는 거의 유일한 방안은 바이오시밀러의 활성화이다. 오리지널 대비 15~35% 낮게 약가가 책정되면서 자연스럽게 리베이트를 높이는 방식으로 실질적인 가격인하 효과를 유도할 수 있기 때문이다. 따라서, 향후 FDA를 비롯한 미국 정책 당국은 바이오시밀러 육성을 위한 혁신적인 대체조제 허용, 승인절차의 간소화 등의 다양한 정책을 내놓을 것으로 예상한다.

글로벌 1위 바이오시밀러 업체의 위상 견고해진 셀트리온, 재평가 필요해

- 램시마로 유럽 시장을 평정한 셀트리온은 이제 미국 시장 공략을 본격화하고 있다. 주별 제도가 다르고, 상대적으로 오리지널 약품에 관대한 미국 시장이라서 유럽보다 점유율 확대에 시간이 더 필요한 것은 현실이다. 하지만, 고가약에 대한 사회적인 부담, 오리지널 업체들의 상습적인 약가 인상 관행은 이제 미국에서도 반드시 해결해야 할 이슈가 되고 있다. 동사와 같은 대형 바이오시밀러업체의 등장이 시대적으로 필요한 것이다. 셀트리온은 글로벌 최초의 항암 바이오시밀러인 리툭시마까지 시장의 예상보다 월등히 빠른 속도로 유럽 시장을 잠식하고 있다. 자가면역 질환 치료제인 램시마와 달리 항암제인 리툭시마는 환자의 생명과 직결되기 때문에 의사들의 처방이 까다로울 수 밖에 없다. 단순히 가격이 싸다고 선호할 수 없다. 출시 초기부터 유럽 주요 시장에서 처방데이터가 크게 증가한다는 것은 그만큼 의사들에게 셀트리온이라는 브랜드가 각인된 것으로 판단할 수 있다. 올 연말 안에 유럽에서 판매 허가가 가능한 허쥬마가 기다려지는 이유이다. 글로벌 1위 바이오시밀러 업체인 셀트리온에 대해 재평가가 필요한 시점이다.

도표 1 나스닥 BIOTECH INDEX 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정

(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	**471.0**	**603.4**	**670.6**	**964.3**	**1,207.9**	**1,672.0**	**2,051.2**
%YoY	108.2%	28.1%	11.1%	43.8%	25.3%	38.4%	22.7%
바이오의약품	**404.6**	**530.8**	**577.6**	**857.6**	**1,095.9**	**1,551.0**	**1,920.2**
램시마	284.6	530.8	577.6	799.7	768.8	911.5	1,015.7
허쥬마	-	-	-		118.1	252.5	370.4
트룩시마	120.0	-	-	58.0	209.0	387.0	534.1
케미칼의약품	66.4	72.6	93.0	106.6	112.0	121.0	131.0
매출원가	129.9	234.6	274.0	332.8	364.6	470.5	568.3
매출원가율	27.6%	38.9%	40.9%	34.5%	30.2%	28.1%	27.7%
판관비	**139.7**	**109.9**	**146.9**	**147.7**	**187.5**	**219.4**	**251.6**
판관비율	29.7%	18.2%	21.9%	15.3%	15.5%	13.1%	12.3%
영업이익	**201.5**	**259.0**	**249.7**	**483.8**	**655.8**	**982.0**	**1,231.2**
영업이익률	42.8%	42.9%	37.2%	50.2%	54.3%	58.7%	60.0%
%YoY	101.9%	28.5%	-3.6%	93.7%	35.6%	49.8%	25.4%
영업외손익	(52.4)	(95.8)	(20.4)	(14.7)	(14.0)	(10.0)	(4.0)
세전이익	149.1	163.1	229.3	469.1	641.8	972.0	1,227.2
법인세	31.6	4.8	48.9	97.3	141.2	213.8	270.0
법인세율	6.7%	3.0%	21.3%	20.7%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**117.5**	**158.3**	**180.5**	**371.8**	**500.6**	**758.2**	**957.2**

자료: 유진투자증권

도표 3 셀트리온 파이프라인

제품 (바이오시밀러)

제품명	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
램시마/Inflectra	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	US FDA 승인 / MFDS 승인 EU / Canada / Japan 등 승인

바이오시밀러 후보군

프로젝트	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
CT-P06	Trastuzumab	Herceptin (Roche)	유방암	MFDS 승인/EMA 신청
CT-P10	Rituximab	Rituxan/MabThera (Roche)	비호지킨 림프종	EMA 허가/ US FDA 허가 신청
CT-P05	Etanercept	Enbrel (Amgen)	류마티스 관절염	비임상
CT-P15	Cetuximab	Erbitux (BMS)	직결장암	비임상
CT-P14	Palivizumab	Synagis (Astrazeneca)	호흡기 질환	공정개발 중
CT-P17	Adalimumab	Humira (Abbott)	류마티스 관절염	공정개발 중
CT-P16	Bevacizumab	Avastin (Roche)	대장암	공정개발 중

자체 신약 후보군

프로젝트	협력기관	목표 적응증	개발현황
CT-P27	세브란스병원 / 미국 CDC / 서울대학교 등	인플루엔자	글로벌 임상 2a상 완료
CT-P26	셀트리온화학연구소	유방암 (ADC)	비임상
CT-P19	미국 CDC 등	광견병	공정개발 중
CT-P24	세브란스병원 / 건국대학교 등	B현 간염	공정개발 중
CT-P25	-	인플루엔자	공정개발 중

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 4 글로벌 판매량 Top 10 바이오의약품 및 매출액

Drug	Biologic	Innovator	2016 Global Sales	Patent Expiration
Humira	adalimumab	Abbvie Inc.	$16.1B	EU – 2018 U.S. – 2022
Enbrel	etanercept	Amgen Inc./Pfizer Inc.	$8.9B	EU – 2015 U.S. – 2029
Rituxan/Mabthera	rituximab	Roche AG/Biogen Idec Inc.	$7.3B	EU – 2013 U.S. – 2018
Lantus	insulin glargine	Sanofi SA	$6.1B	EU – 2015 U.S. – 2015
Avastin	bevacizumab	Roche AG	$6.7B	EU – 2022 U.S. – 2019
Herceptin	trastuzumab	Roche AG	$6.7B	EU – 2014 U.S. – 2019
Remicade	infliximab	Johnson & Johnson	$8.2B	EU – 2015 U.S. – 2014
Novolog/Novorapid	insulin aspart	Novo Nordisk A/S	$4.3B	EU – 2011 U.S. – 2014
Neulasta	pegfilgrastim	Amgen Inc.	$4.6B	EU – 2015 U.S. – 2015
Epogen/Procrit/Eprex	epoetin alfa	Amgen Inc./Janssen Pharmaceutica NV	$1.3B	EU – Off patent U.S. – 2015

자료: PharmaCompass, 유진투자증권

셀트리온(068270.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
자산총계	**2,322.4**	**2,748.2**	**3,087.2**	**3,376.3**	**3,613.8**
유동자산	793.0	1,096.8	1,319.3	1,397.1	1,421.6
현금성자산	118.5	167.4	276.0	174.7	88.9
매출채권	418.6	666.1	761.3	830.0	870.0
재고자산	223.6	233.8	250.0	360.0	430.0
비유동자산	1,529.3	1,651.4	1,767.9	1,979.3	2,192.2
투자자산	29.6	56.0	51.6	52.9	54.2
유형자산	898.2	897.6	867.9	899.0	944.8
기타	601.6	697.8	848.3	1,027.5	1,193.2
부채총계	**974.6**	**938.4**	**823.0**	**811.7**	**573.0**
유동부채	493.9	665.8	662.7	638.8	400.0
매입채무	46.6	22.5	87.0	112.0	102.0
유동성이자부채	404.1	540.5	471.0	421.0	286.0
기타	43.2	102.8	104.8	105.8	12.0
비유동부채	480.7	272.6	212.7	172.9	173.0
비유동기타부채	479.3	270.9	208.0	168.0	168.0
기타	1.4	1.7	4.8	4.9	5.1
자본총계	**1,347.8**	**1,809.8**	**2,199.0**	**2,564.7**	**3,040.8**
지배지분	1,247.4	1,694.2	2,053.6	2,419.4	2,895.4
자본금	103.6	112.4	116.6	116.6	116.6
자본잉여금	365.4	648.6	747.6	747.6	747.6
이익잉여금	845.0	994.0	1,168.7	1,534.4	2,010.5
기타	(66.7)	(60.9)	20.8	20.8	20.8
비지배지분	100.4	115.6	145.3	145.3	145.3
자본총계	**1,347.8**	**1,809.8**	**2,199.0**	**2,564.7**	**3,040.8**
총차입금	883.4	811.4	678.9	588.9	453.9
순차입금	764.9	644.0	403.0	414.2	365.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	**145.2**	**77.6**	**38.0**	**314.8**	**410.0**
당기순이익	117.5	158.3	180.5	371.8	500.6
자산상각비	76.3	82.2	88.7	108.5	123.4
기타비현금성손익	25.3	111.7	(231.2)	(12.6)	0.2
운전자본증감	(115.7)	(253.9)	0.0	(152.9)	(214.1)
매출채권감소(증가)	(72.0)	(280.2)	(95.8)	(68.7)	(40.0)
재고자산감소(증가)	(22.5)	(20.2)	5.5	(110.0)	(70.0)
매입채무증가(감소)	(10.0)	0.8	15.9	25.0	(10.0)
기타	(11.2)	45.8	74.4	0.7	(94.1)
투자활동현금흐름	**(106.3)**	**(166.9)**	**(174.6)**	**(320.2)**	**(336.6)**
단기투자자산감소	6.2	4.1	0.4	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(31.5)	(50.6)	(14.1)	(64.4)	(80.7)
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(103.9)	(133.3)	(164.0)	(254.3)	(254.3)
재무활동현금흐름	**(11.3)**	**130.4**	**255.1**	**(96.1)**	**(159.5)**
차입금증가	(5.9)	158.6	70.6	(90.0)	(135.0)
자본증가	32.4	9.2	184.6	(6.1)	(24.5)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	6.1	24.5
현금 증감	**28.0**	**41.2**	**118.5**	**(101.6)**	**(86.1)**
기초현금	80.8	108.8	149.9	268.4	166.9
기말현금	108.8	149.9	268.4	166.9	80.7
Gross cash flow	289.1	352.1	38.0	467.8	624.1
Gross investment	228.3	425.0	175.0	472.9	550.4
Free cash flow	**60.9**	**(72.8)**	**(137.0)**	**(5.1)**	**73.7**

손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	**471.0**	**603.4**	**670.6**	**964.3**	**1,207.9**
증가율(%)	108.2	28.1	11.1	43.8	25.3
매출원가	129.9	234.6	274.0	332.8	364.6
매출총이익	341.1	368.8	396.6	631.5	843.3
판매 및 일반관리비	139.7	137.2	146.9	147.7	187.5
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**201.5**	**259.0**	**249.7**	**483.8**	**655.8**
증가율(%)	101.8	28.5	(3.6)	93.7	35.6
EBITDA	277.7	341.1	338.4	592.3	779.1
증가율(%)	88.2	22.8	(0.8)	75.0	31.5
영업외손익	(52.4)	(95.8)	(20.4)	(14.7)	(14.0)
이자수익	10.2	7.1	3.2	10.8	12.0
이자비용	38.3	47.7	14.1	28.0	26.0
지분법손익	(4.8)	(0.1)	0.6	0.0	0.0
기타영업손익	(19.4)	(55.1)	(10.1)	2.5	0.0
세전순이익	**149.1**	**163.1**	**229.3**	**469.1**	**641.8**
증가율(%)	28.9	9.4	40.6	104.5	36.8
법인세비용	31.6	4.8	48.9	97.2	141.2
당기순이익	**117.5**	**158.3**	**180.5**	**371.8**	**500.6**
증가율 (%)	14.7	34.7	14.0	106.1	34.6
지배주주지분	112.7	154.1	178.0	366.9	492.5
증가율(%)	10.0	36.8	15.5	106.1	34.2
비지배지분	4.8	4.2	2.5	4.9	8.1
EPS	**1,008**	**1,272**	**1,455**	**2,997**	**4,023**
증가율 (%)	9.8	32.5	14.3	106.0	34.2
수정EPS	1,008	1,272	1,455	2,997	4,023
증가율 (%)	9.8	32.5	14.3	106.0	34.2

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	960	1,272	1,455	2,997	4,023
BPS	10,625	13,947	16,774	19,762	23,650
DPS	0	0	50	200	300
밸류에이션(배,%)					
PER	37.4	63.3	73.8	36.5	27.2
PBR	3.4	5.8	6.4	5.5	4.6
EV/ EBITDA	18.3	30.9	40.5	23.6	17.9
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3
PCR	14.6	27.7	346.2	28.7	21.5
수익성 (%)					
영업이익율	42.8	42.9	37.2	50.2	54.3
EBITDA이익율	59.0	56.5	50.5	61.4	64.5
순이익율	24.9	26.2	26.9	38.6	41.4
ROE	10.1	10.8	9.6	16.6	18.8
ROIC	8.4	11.1	7.8	13.8	16.1
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	56.8	35.6	18.3	16.2	12.0
유동비율	160.6	164.8	199.1	218.7	355.4
이자보상배율	7.2	6.4	23.0	28.1	46.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	1.4	1.1	0.9	1.2	1.4
재고자산회전율	2.6	2.6	2.8	3.2	3.1
매입채무회전율	14.1	17.5	12.3	9.7	11.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2015-07-16	BUY	118,000
2015-09-21	BUY	118,000
2015-09-30	BUY	118,000
2015-10-12	BUY	118,000
2015-11-12	BUY	118,000
2015-12-21	BUY	118,000
2016-01-18	BUY	150,000
2016-02-05	BUY	150,000
2016-02-12	BUY	150,000
2016-02-15	BUY	150,000
2016-03-03	BUY	150,000
2016-04-07	BUY	150,000
2016-08-10	BUY	150,000
2016-10-07	BUY	150,000
2016-10-19	BUY	150,000
2016-12-19	BUY	150,000
2017-02-23	BUY	150,000
2017-05-08	BUY	150,000
2017-06-19	BUY	150,000
2017-06-30	BUY	150,000
2017-08-01	BUY	150,000
2017-08-21	BUY	150,000

셀트리온(068270.KQ) 주가 및 목표주가 추이

