

셀트리온(068270.KQ)

대한민국 바이오 역사의 시작



복합기업에너지/스몰캡 담당 **한병화 연구위원**
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) **118,000원**
현재주가(05/07) **82,700원**

Key Data	(기준일: 2015. 05. 07)
KOSPI(pt)	2,091.0
KOSDAQ(pt)	673.1
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	9,111.8
52주 최고/최저(원)	97,400 / 35,503
52주 일간 Beta	1.01
발행주식수(천주)	110,179
평균거래량(3M, 천주)	3,304
평균거래대금(3M, 백만원)	237,771
외국인 지분율(%)	26.5
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스의 46인	23.1
Ion Investment BV	14.9

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	9.5	75.6	101.3	86.6
KOSPI대비상대수익률	7.4	68.7	93.5	78.8

Financial Data	2014A	2015F	2016F	2017F
결산일(12월)				
매출액(십억원)	471.0	526.5	662.1	964.5
영업이익(십억원)	201.5	215.5	303.2	533.7
세전순이익(십억원)	149.1	114.5	281.6	516.5
당기순이익(십억원)	117.5	103.0	239.3	423.5
EPS(원)	1,038	900	2,117	3,825
증감률(%)	9.8	(13.2)	135.1	80.7
PBR(배)	37.4	91.8	39.1	21.6
ROE(%)	10.1	7.9	16.3	23.6
PBR(배)	3.4	6.7	5.7	4.5
EV/EBITDA(배)	18.2	33.0	25.0	15.6

자료: fnguide, 유진투자증권

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 118,000원으로 분석 시작

셀트리온에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 118,000원으로 커버리지를 개시한다. 당사는 1월부터 바이오시밀러 시장이 개화기에 진입해 셀트리온의 재평가가 예상된다고 분석해왔다. 지난 약 1년간 일본, 유럽 등의 램시마 판매 시작과 약가 확정, 미국 정부의 바이오시밀러 지지 정책 등으로 셀트리온에 대해 합리적인 중장기 실적추정이 가능해졌다. 이에 따라 셀트리온에 대한 공식 투자 의견과 목표주가를 제시한 것이다. 목표주가 118,000원은 동사 2017년 예상 EPS 3,825원에 PER 30.8배를 적용해서 산출했다. PER 30.8배는 해외 바이오업체 중 2015~2018년 연평균 순이익이 20% 이상 고성장이 예상되는 Regeneron, Pharmacyclics, Acorda Therapeutics, Swedish Orphan의 2017년 평균 값이다. 셀트리온의 동기간 연평균 순이익 증가율은 72%이다. 2017년을 동사 목표주가 산정의 기준으로 하는 이유는 1) 램시마의 허셉틴, 리톡산의 바이오시밀러의 판매가 시작되고 2) 2016년 하반기 레미케이드와의 스위칭 임상결과 발표로 2017년부터 램시마의 점유율 확대가 본격화될 것으로 예상되기 때문이다.

■ 램시마의 질주 시작, 2017년부터 허셉틴, 리톡산 바이오시밀러도 매출 예상

램시마는 지난해 일본을 필두로 올해 2월부터 유럽 주요국에 판매가 시작되었고 최근 브라질, 베네주엘라 등 남미국가에서도 판매 승인을 받았다. 미국 FDA의 승인이 올해 3분기안에 결정되면, 2016년부터 미국에서도 판매가 시작될 것으로 예상된다. **세계 최대의 바이오약품 시장인 미국은 고가의 바이오의약품들의 처방 증가로 2014년 약가지출이 10년내 최고치인 13% 급증했다. 이에 따라 미국정부가 운영하는 공적보험은 바이오시밀러 처방시 인센티브를 제공하는 등의 지원정책을 발표한 바 있다.** 그만큼 미국시장에서의 바이오시밀러의 성공 가능성이 높아진 것이다. 램시마는 국내에서 레미케이드 대비 열악한 마케팅 능력과 5%에 불과한 가격차에도 불구하고 수량기준 점유율 약 30%에 육박한 것으로 추정된다. 해외 시장에서는 레미케이드 대비 평균 30% 수준의 가격경쟁력과 글로벌 수준의 판매대형업체들을 이용해 점유율 30%의 달성은 어렵지 않다고 판단된다. 허셉틴과 리톡산 바이오시밀러도 2015년내에 유럽 허가 신청 후 2017년부터 판매가 시작될 것으로 예상된다.

■ 2015~2018년 매출액, 영업익, 순익 각각 연평균 30%, 46%, 72% 증가 예상

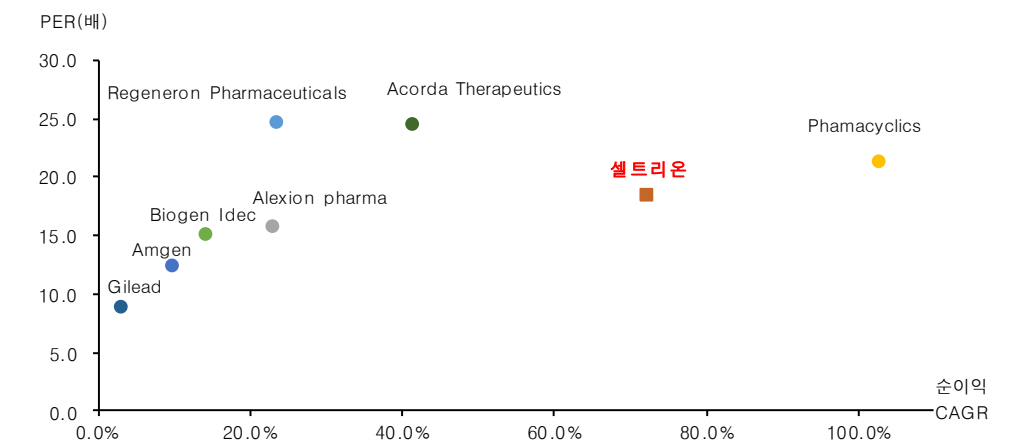
동사의 2015~2018년 매출액은 연평균 30% 증가할 것으로 예상된다. 이 기간 램시마 매출액은 2015년 4,534억원에서 2018년 1조 615억원으로 증가할 것으로 추정한다. 허셉틴, 리톡산의 바이오시밀러는 2018년 1,705억원, 2,090억원의 매출을 기록할 것으로 예상된다. 2018년 기준 램시마의 시장점유율은 30%, CT-P06(허셉틴 바이오시밀러), CT-P10(리톡산 바이오시밀러)은 대륙별로 8~16%의 점유율을 기록할 것으로 추정한다. 마진율 높은 바이오시밀러의 매출 증가로 동기간 동사의 영업이익과 순이익은 연평균 각각 46%, 72% 급증할 것으로 예상된다. 2014년 기준 오리지널 약인 레미케이드, 허셉틴, 리톡산이 각각 9.2억달러, 6.8억달러, 8.7억달러였다. 셀트리온의 바이오시밀러 매출액은 위의 최종 판매액 기준이 아닌 제조 매출 기준(최종 판매가 기준 약 40%)이다.



목표주가 118,000원 제시

셀트리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 118,000원을 제시한다. 목표주가는 2017년 동사의 EPS 3,825 원에 해외 동종업체 평균 PER 30.8배를 적용해서 산출했다. 비교대상인 해외 바이오업체는 Regeneron, Pharmacyclics, Acorda Therapeutics, Swedish Orphan 등으로 순이익 성장률이 높은 업체들이다. 이들 업체들은 기존의 바이오 대형업체들인 Amgen, Gilead, Biogen Idec 등의 연평균 순이익성장률 (2015~2018년) 3~14%에 비해 월등히 높은 24%~377%에 달했다. 셀트리온은 세계 최초의 항체 바이오 시밀러 전문업체로서 비교대상이 없는 상태이다. 따라서 단순 이익성장률이 높은 바이오업체를 비교대상으로 선택했다. 셀트리온의 동일기간 순이익 성장률은 약 72%로 예상된다.

도표 1 2015~2018년 글로벌 바이오업체들의 연평균 순이익성장률



자료: 유진투자증권 추정



도표 2 셀트리온, 해외 고성장 바이오 업체 대비 저평가

		셀트리온	Regeneron Pharmaceuticals	Pharmacyclics	Acorda Therapeutics	Swedish Orphan
현주가(5월 7일, 원, 달러)		84,600	474.2	254.8	30.8	15.7
시가총액(십억원, 백만달러)		9,216.4	48,971.1	19,635.9	1,319.9	4,238.8
PER (배)	FY15F	94.4	43.7	178.0	49.2	117.8
	FY16F	40.2	37.2	51.5	37.4	47.3
	FY17F	22.2	28.9	31.9	33.6	28.9
	FY18F	18.1	24.7	21.4	24.6	14.5
PBR (배)	FY15F	6.9	19.0	21.2	NM	7.6
	FY16F	5.8	15.6	16.2	NM	6.6
	FY17F	4.6	12.4	11.2	NM	5.7
	FY18F	3.7	3.9	4.6	NM	4.6
매출액 (십억원, 백만달러)	FY15F	526.5	3,578.8	1,127.3	452.5	370.4
	FY16F	662.1	4,355.2	1,787.1	507.5	506.7
	FY17F	964.5	5,194.6	2,572.4	624.4	679.1
	FY18F	1,164.5	5,729.7	3,288.6	754.8	7,013.8
영업이익 (십억원, 백만달러)	FY15F	215.5	1,079.8	81.0	(10.0)	18.1
	FY16F	303.2	1,647.5	522.7	9.5	100.9
	FY17F	533.7	2,197.8	943.9	103.1	197.8
	FY18F	664.0	2,492.3	1,329.4	148.9	2,636.7
영업이익률 (%)	FY15F	40.9%	30.2%	7.2%	-2.2%	4.9%
	FY16F	45.8%	37.8%	29.2%	1.9%	19.9%
	FY17F	55.3%	42.3%	36.7%	16.5%	29.1%
	FY18F	57.0%	43.5%	40.4%	19.7%	37.6%
순이익 (십억원, 백만달러)	FY15F	103.0	1,298.9	115.9	26.5	29.8
	FY16F	239.3	1,559.3	378.5	44.1	86.3
	FY17F	423.5	2,013.0	623.1	56.6	154.6
	FY18F	520.0	2,444.9	964.0	74.9	1,980.0
EV/EBITDA (배)	FY15F	33.8	37.2	180.9	NM	79.2
	FY16F	25.7	26.8	32.9	NM	31.1
	FY17F	16.0	18.5	16.6	NM	17.4
	FY18F	12.8	20.0	10.9	NM	10.4
ROE (%)	FY15F	7.9	38.1	5.1	4.6	2.8
	FY16F	16.3	28.1	32.9	6.3	12.8
	FY17F	23.6	27.7	48.3	NM	19.6
	FY18F	23.1	23.3	44.2	NM	NM

자료: 유진투자증권, Bloomberg



도표 3 해외 저성장 바이오 업체들의 밸류에이션

		셀트리온	Amgen	Biogen Idec	Gilead	Abbvie
현주가(5월 7일, 원, 달러)		84,600	162.1	386.2	105.7	64.7
시가총액(십억원, 백만달러)		9,216.4	123,256.1	90,850.6	156,700.4	102,994.6
PER (배)	FY15F	94.4	17.0	23.0	10.4	15.3
	FY16F	40.2	15.5	19.9	9.9	13.0
	FY17F	22.2	13.4	17.4	9.5	11.6
	FY18F	18.1	12.5	15.2	8.9	10.2
PBR (배)	FY15F	6.9	4.4	7.1	6.3	17.3
	FY16F	5.8	3.9	6.0	4.8	11.2
	FY17F	4.6	3.3	5.0	3.7	8.0
	FY18F	3.7	2.8	NM	NM	NM
매출액 (십억원, 백만달러)	FY15F	526.5	21,129.0	11,026.2	29,117.0	23,077.4
	FY16F	662.1	21,991.6	12,368.4	29,627.0	25,987.7
	FY17F	964.5	23,019.4	13,532.6	30,199.3	27,457.3
	FY18F	1,164.5	23,377.6	15,000.3	30,819.6	29,631.3
영업이익 (십억원, 백만달러)	FY15F	215.5	9,479.6	5,239.0	20,106.5	9,301.5
	FY16F	303.2	10,194.9	5,984.3	20,489.4	10,729.4
	FY17F	533.7	11,522.8	6,682.2	20,796.5	11,677.7
	FY18F	664.0	11,979.4	7,586.5	23,498.3	13,488.5
영업이익률 (%)	FY15F	40.9%	44.9%	47.5%	69.1%	40.3%
	FY16F	45.8%	46.4%	48.4%	69.2%	41.3%
	FY17F	55.3%	50.1%	49.4%	68.9%	42.5%
	FY18F	57.0%	51.2%	50.6%	76.2%	45.5%
순이익 (십억원, 백만달러)	FY15F	103.0	7,326.9	3,918.6	15,686.9	6,790.7
	FY16F	239.3	8,018.5	4,508.4	15,946.9	7,961.2
	FY17F	423.5	9,162.7	5,084.1	16,485.0	8,891.6
	FY18F	520.0	9,684.5	5,823.1	17,109.0	10,109.0
EV/EBITDA (배)	FY15F	33.8	12.3	15.8	7.1	10.9
	FY16F	25.7	10.9	13.9	7.6	9.5
	FY17F	16.0	9.1	12.6	8.0	8.9
	FY18F	12.8	8.5	NM	NM	7.2
ROE (%)	FY15F	7.9	26.8	32.9	82.7	246.4
	FY16F	16.3	26.7	32.9	57.7	137.6
	FY17F	23.6	30.9	31.9	42.4	81.4
	FY18F	23.1	29.7	NM	NM	NM

자료: 유진투자증권, Bloomberg



**2015~2018년 순이익
연평균 72% 성장 예상**

2015~2018년 동사의 매출, 영업이익 순이익은 연평균 각각 30%, 46%, 72% 증가할 것으로 예상된다. 고 성장의 주원인은 1) 판매지역 확대와 스위칭 임상결과 확보로 인한 램시마 처방수요의 증가 2) 2017년부터 허셉틴과 리톡산 바이오시밀러의 판매가 시작되기 때문이다. 동사 바이오시밀러의 글로벌 시장 점유율은 2018년 기준 램시마 30%, CT-P06(허셉틴 바이오시밀러), CT-P10(리톡산 바이오시밀러)은 대륙별로 8~16%를 기록할 것으로 예상된다.

도표 4 연간실적 추정

(십억원)	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	471.0	526.5	662.1	964.5	1164.5	1555.7	1840.8
%YoY	108.2%	11.8%	25.8%	45.7%	20.7%	33.6%	18.3%
바이오의약품	404.6	453.4	580.1	872.5	1061.5	1441.7	1714.8
램시마	284.6	453.4	580.1	752.2	682.0	769.4	776.2
CT-P06				65.6	170.5	285.3	404.6
CT-P10	120.0			54.7	209.0	387.0	534.1
케미칼의약품	66.4	73.1	82.0	92.0	103.0	114.0	126.0
매출원가	129.9	169.8	186.8	225.9	263.6	373.0	459.4
매출원가율	27.6%	32.3%	28.2%	23.4%	22.6%	24.0%	25.0%
판매비	139.7	141.2	172.2	204.9	236.9	271.7	299.3
인건비		14.1	15.4	16.9	18.6	21.2	23.3
감가상각비		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
지급수수료		10.6	13.3	16.5	18.8	23.0	25.5
연구개발비		65.0	85.0	105.0	125.0	145.0	160.0
기타판매비		51.0	58.0	66.0	74.0	82.0	90.0
판매비율	29.7%	26.8%	26.0%	21.2%	20.3%	17.5%	16.3%
영업이익	201.5	215.5	303.2	533.7	664.0	911.0	1082.1
바이오의약품		206.1	290.9	519.9	648.6	893.9	1063.2
케미칼의약품		9.3	12.3	13.8	15.5	17.1	18.9
영업이익률	42.8%	40.9%	45.8%	55.3%	57.0%	58.6%	58.8%
%YoY	101.9%	6.9%	40.7%	76.0%	24.4%	37.2%	18.8%
영업외손익	(52.4)	(101.0)	(21.6)	(17.2)	(14.0)	(10.0)	(4.0)
세전이익	149.1	114.5	281.6	516.5	650.0	901.0	1078.1
법인세	31.6	11.4	42.2	93.0	130.0	198.2	237.2
법인세율	6.7%	10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	117.5	103.0	239.3	423.5	520.0	702.8	840.9

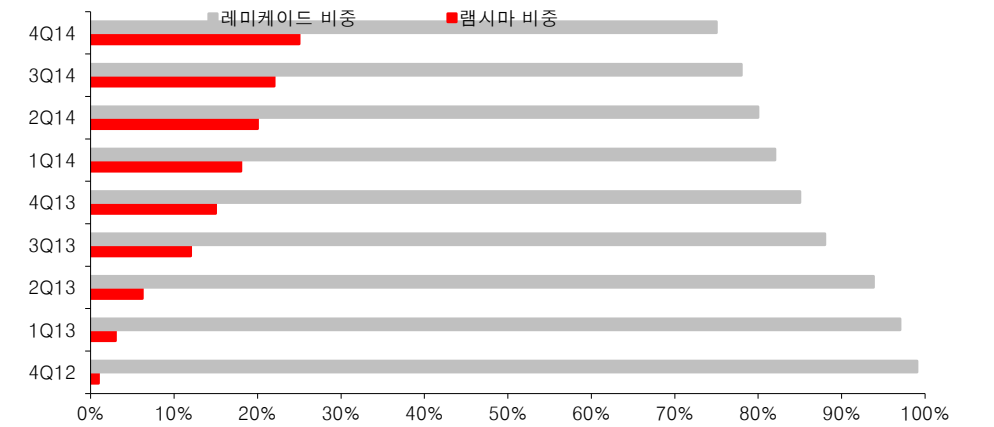
자료: 유진투자증권



**국내 램시마 점유율 추이가 동사의
글로벌 시장에서의 성장근거 제시**

글로벌 첫 항체 바이오시밀러인 램시마의 향후 점유율을 예상하는 것은 쉬운 일이 아니다. 1세대 바이오시밀러인 EPO, G-CSF 등이 유럽에서 50~60%를 점하고 있지만 항체 바이오시밀러는 제조가 월등히 어렵고 난치성 질환에 처방되기 때문에 이보다는 낮은 점유율을 기록할 것으로 예상된다. 셀트리온 바이오시밀러들의 향후 글로벌 점유율 예측에 가장 유용한 근거는 국내의 램시마 점유율이라고 판단된다. 국내시장에서 램시마의 인지도는 오리지널약인 레미케이드와 유사한 유리한 점도 있지만, 마케팅 업체의 영업력에 있어서는 램시마(셀트리온 제약)가 레미케이드(한국 안센) 대비 현저히 열세이다. 또한 국내의 바이오시밀러 가격정책에 따라 램시마와 레미케이드의 약가 차이는 5% 수준에 불과하기 때문에 램시마에게 유리한 영업 환경이 아니다. 따라서 국내시장에서의 점유율 상승 추이는 해외 시장에서도 유사한 수준으로 진행될 것으로 판단된다. 최근까지 진행된 해외 마케팅업체들의 램시마 판매가는 레미케이드 대비 약 15~69% 수준이다. 69%의 최고 할인은 노르웨이의 오리온 파마가 국내 입찰에서 제시한 가격이다. 노르웨이를 제외한 대부분의 빅마켓들의 할인폭은 20~30% 수준이다.

도표 5 꾸준히 상승하는 국내의 램시마 비중



자료: 유진투자증권 추정



**미국 정부, 바이오시밀러의 보급이
간절한 상태**

그 동안 미국은 바이오시밀러 보급보다는 오리지널 바이오약품들의 개발에 유리한 정책들을 실시했다. 정부가 개별 바이오약품들의 약가 조절을 업체들과 할 수 없게 되어있으며, 바이오의약품 처방 시 일부 인센티브도 부여해왔다. 이러한 정책들은 난치병 치료의 범위를 넓히기 위해 바이오의약품 개발을 독려했던 2000년대 초반에 결정되어 실시되어왔다. 하지만, 최근의 상황은 예전과 180도 달라져 있다. 주요 난치병용 바이오의약품들의 개발이 충분히 진행되었고, 현재는 오히려 고가의 바이오의약품 판매의 증가로 국가 전체의 비용부담이 현저히 증가하고 있는 상황이다. Express Script에 따르면 2014년 미국의 약가지출은 전년대비 13.1% 급증하며 2006년 이후 가장 큰 폭의 상승을 기록했다. 급증의 주원인은 고가의 Specialty Drug 처방액이 큰 폭 증가했기 때문이다. FDA의 신약승인이 최근 크게 증가하고 있고, 이 중 약 50% 이상이 고가의 바이오/희귀질환 치료제여서 약가지출의 증가는 당분간 이어질 것으로 예상된다. 결론적으로 미국은 바이오시밀러의 보급 확대를 통해 의료비 지출을 줄이는 것이 어느 때보다 시급해진 상태이다. 지난 4월 공공 의료보험을 담당하는 CMS(Centers for Medicare & Medicaid Services)가 바이오시밀러 처방 시 인센티브를 제공하겠다는 결정이 이러한 배경에서 나온 결정이다. 올해 안으로 결정될 FDA의 바이오시밀러 세부 가이드라인도 관련 시장 확산에 유리한 방향으로 정해질 것으로 판단된다.

도표 6 2014년 미국 약가 지출 급증

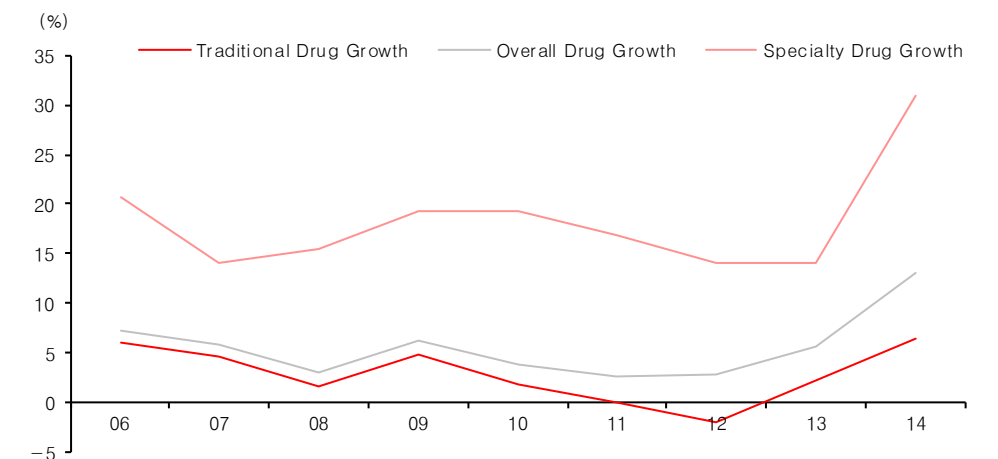


도표 7 2014년 미국 FDA 허가 신약 건수 2005년 이후 최고치

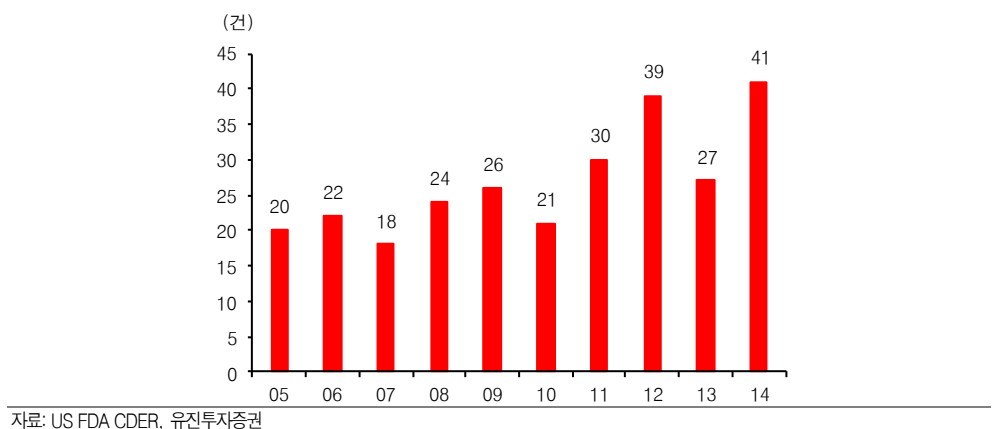




도표 8 TOP 10 SPECIALTY THERAPY DRUGS(2014)

순위	DRUG NAME	THERAPY CLASS
1	Humira® (adalimumab)	Inflammatory Conditions
2	Enbrel® (etanercept)	Inflammatory Conditions
3	Sovaldi® (sofosbuvir)	Hepatitis C
4	Copaxone® (glatiramer)	Multiple Sclerosis
5	Tecfidera® (dimethyl fumarate)	Multiple Sclerosis
6	Avonex® (interferon beta-1a)	Multiple Sclerosis
7	Atripla® (efavirenz/emtricitabine/tenofovir)	HIV
8	Gleevec® (imatinib)	Oncology
9	Revlimid® (lenalidomide)	Oncology
10	Olysio® (simeprevir)	Hepatitis C

자료: 유진투자증권



셀트리온, 잠재 시장진입자와의 경쟁에서 절대적으로 유리한 위치 선점

Pfizer, Amgen, Mylan 등 다수의 글로벌 제약업체들이 바이오시밀러를 개발하고 있어 셀트리온에게 위협이 될 것으로 예상하는 투자자들이 많다. 시장 참여자들이 많아지는 것은 사실이지만, 향후 5년내에 셀트리온의 선두주자로서의 가치의 훼손은 제한적일 것으로 판단된다. 주된 이유는 경쟁사들보다 월등히 많은 임상과 처방데이터 때문이다. 바이오시밀러는 당국의 허가 시 일부 적응증의 임상자료로 모든 적응증에 대해 판매허가를 해주는 외삽을 허용한다. 램시마도 류마티스 관절염과 경직성 척추염 두 적응증에 대한 임상만으로 오리지널 약인 레미케이드의 모든 적응증에 대한 허가를 받았다. 하지만, 허가는 허가일 뿐 정작 의사들이 처방하는 기준은 관련 적응증에 대한 임상데이터이다. 셀트리온은 이를 위해, 허가 후에 타 적응증인 IBD(소화기 염증질환) 관련 대규모 글로벌 임상을 진행 중이다. 또한 노르웨이에서는 레미케이드와 램시마의 처방 효과가 동일한 것을 검증하는 스위칭 임상도 실시되고 있다. 결론적으로 경쟁자들이 셀트리온에 비해 바이오시밀러의 개발에 최소 5년 이상 늦은 상태에서 시작했기 때문에 당분간 격차를 좁히기 힘들 것으로 판단된다. 허셉틴, 리톡산의 바이오시밀러도 경쟁업체들에 비해 시장진입 속도가 2~3년 빠른 것으로 예상된다.

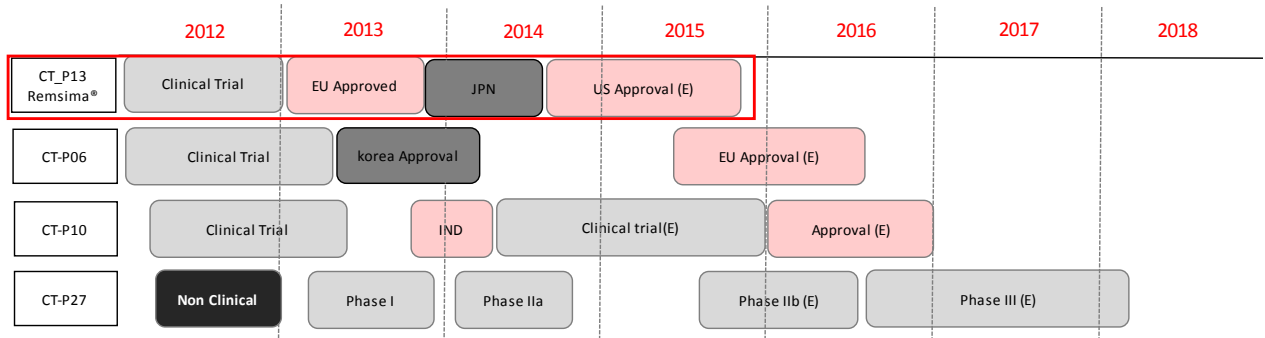
도표 9 글로벌 Top 10 바이오의약품 매출 & 특허 만료시기

Drug	Biologic	Innovator	2013 Global Sales	2014 Global Sales(F)	Patent Expiration
Humira	adalimumab	Abbvie Inc.	\$10.7B	\$12.3B	EU - 2018 U.S. - 2016
Enbrel	etanercept	Amgen Inc./Pfizer Inc.	\$8.4B	\$5B	EU - 2015 U.S. - 2029
Rituxan/Mabthera	rituximab	Roche AG/Biogen Idec Inc.	\$7.7B	\$7.8B	EU - 2013 U.S. - 2018
Lantus	insulin glargine	Sanofi SA	\$7.6B	\$8.7B	EU - 2015 U.S. - 2015
Avatin	bevacizumab	Genentech Inc.	\$7B	\$7.2B	EU - 2022 U.S. - 2019
Herceptin	trastuzumab	Genentech Inc.	\$6.8B	\$6.8B	EU - 2014 U.S. - 2019
Remicade	infliximab	Johnson & Johnson	\$6.7B	\$9.9B	EU - 2015 U.S. - 2018
Novolog/Novorapid	insulin aspart	Novo Nordisk A/S	\$4.7B	\$5B	EU - 2011 U.S. - 2014
Neulasta	pegfilgrastim	Amgen Inc.	\$4.4B	\$4.5B	EU - 2015 U.S. - 2015
Epogen/Procrit/Eporex	epoetin alfa	Amgen Inc./Janssen Pharmaceutica NV	\$3.3B	\$3.1B	EU - Off patent U.S. - 2015

자료: Company annual reports, Cortellis Regulatory Intelligence, 유진투자증권



도표 10 셀트리온 주요 파이프라인



자료: 유진투자증권



셀트리온(068270.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
자산총계	1,978.5	2,322.4	2,439.7	2,653.4	3,047.0
유동자산	551.5	793.0	855.0	1,008.6	1,326.3
현금성자산	113.1	138.9	109.4	134.7	133.0
매출채권	274.7	398.2	446.0	510.0	730.0
재고자산	136.8	223.6	267.0	331.0	430.0
비유동자산	1,427.0	1,529.3	1,584.6	1,644.8	1,720.7
투자자산	208.0	29.6	30.3	31.1	31.9
유형자산	716.5	898.2	899.6	909.7	939.2
기타	502.5	601.6	654.8	704.0	749.6
부채총계	891.4	974.6	991.5	965.9	941.4
유동부채	497.8	493.9	510.8	485.2	460.6
매입채무	20.3	46.6	63.0	87.0	112.0
유동성이자부채	389.6	404.1	404.1	354.1	304.1
기타	88.0	43.2	43.7	44.1	44.6
비유동부채	393.6	480.7	480.7	480.7	480.8
비유동기타부채	393.1	479.3	479.3	479.3	479.3
기타	0.5	1.4	1.4	1.4	1.5
자본총계	1,087.1	1,347.8	1,447.8	1,687.2	2,105.3
지배지분	1,087.1	1,247.4	1,347.5	1,586.8	2,004.9
자본금	100.5	103.6	103.6	103.6	103.6
자본잉여금	378.8	365.4	365.4	365.4	365.4
이익잉여금	735.3	845.0	945.1	1,184.4	1,602.5
기타	(127.5)	(66.7)	(66.7)	(66.7)	(66.7)
비지배지분	0.0	100.4	100.4	100.4	100.4
자본총계	1,087.1	1,347.8	1,447.8	1,687.2	2,105.3
총차입금	782.7	883.4	883.4	833.4	783.4
순차입금	669.6	744.5	774.0	698.7	650.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	137.1	145.2	112.2	223.1	221.8
당기순이익	102.5	117.5	103.0	239.3	423.5
자산상각비	47.7	76.3	83.5	87.7	92.2
기타비현금성손익	(39.6)	25.3	0.4	(0.0)	0.0
운전자본증감	11.8	(115.7)	(74.7)	(103.9)	(293.9)
매출채권감소(증가)	99.5	(72.0)	(47.8)	(64.0)	(220.0)
재고자산감소(증가)	(67.6)	(22.5)	(43.4)	(64.0)	(99.0)
매입채무증가(감소)	11.4	(10.0)	16.4	24.0	25.0
기타	(31.6)	(11.2)	0.1	0.1	0.1
투자활동현금흐름	(229.4)	(106.3)	(140.0)	(149.1)	(169.4)
단기투자자산감소	21.0	6.2	(1.2)	(1.3)	(1.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(7.4)	(31.5)	(35.2)	(44.2)	(64.4)
유형자산처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(79.8)	(103.9)	(102.8)	(102.8)	(102.8)
재무활동현금흐름	119.9	(11.3)	(2.9)	(50.0)	(55.4)
차입금증가	227.7	(5.9)	0.0	(50.0)	(50.0)
자본증가	1.0	32.4	(2.9)	0.0	(5.4)
배당금지급	2.6	0.0	2.9	0.0	5.4
현금 증감	27.6	28.0	(30.8)	24.0	(3.0)
기초현금	53.2	80.8	108.8	78.0	102.0
기말현금	80.8	108.8	78.0	102.0	99.0
Gross cash flow	153.2	289.1	186.9	327.0	515.7
Gross investment	238.6	228.3	213.4	251.7	462.0
Free cash flow	(85.4)	60.9	(26.6)	75.3	53.8

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	226.2	471.0	526.5	662.1	964.5
증가율(%)	(35.4)	108.2	11.8	25.8	45.7
매출원가	68.7	129.9	169.8	186.8	225.9
매출총이익	157.5	341.1	356.7	475.4	738.6
판매 및 일반관리비	57.7	139.7	141.2	172.2	204.9
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	99.8	201.5	215.5	303.2	533.7
증가율(%)	(48.9)	101.8	6.9	40.7	76.0
EBITDA	147.6	277.7	298.9	390.9	625.9
증가율(%)	(36.4)	88.2	7.6	30.8	60.1
영업외손익	15.8	(52.4)	(101.0)	(21.6)	(17.2)
이자수익	10.5	10.2	10.0	10.4	10.8
이자비용	32.1	38.3	36.0	32.0	28.0
지분법손익	0.8	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	36.7	(19.4)	(75.0)	0.0	0.0
세전순이익	115.7	149.1	114.5	281.6	516.5
증가율(%)	(38.3)	28.9	(23.2)	146.0	83.4
법인세비용	13.2	31.6	11.4	42.2	93.0
당기순이익	102.5	117.5	103.0	239.3	423.5
증가율(%)	(41.3)	14.7	(12.3)	132.3	77.0
지배주주지분	102.5	112.7	97.9	230.0	415.7
증가율(%)	(41.3)	10.0	(13.2)	135.1	80.7
비지배지분	0.0	4.8	5.2	9.3	7.8
EPS	945	1,038	900	2,117	3,825
증가율(%)	(41.6)	9.8	(13.2)	135.1	80.7
수정EPS	945	1,038	900	2,117	3,825
증가율(%)	(41.6)	9.8	(13.2)	135.1	80.7

주요투자지표

(단위:십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	945	1,038	900	2,117	3,825
BPS	10,016	11,478	12,399	14,601	18,449
DPS	0	0	0	50	200
밸류에이션(배,%)					
PER	38.7	37.4	91.8	39.1	21.6
PBR	3.6	3.4	6.7	5.7	4.5
EV/ EBITDA	31.4	18.2	33.0	25.0	15.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
PCR	25.9	14.6	48.1	27.5	17.4
수익성(%)					
영업이익률	44.1	42.8	40.9	45.8	55.3
EBITDA이익률	65.2	59.0	56.8	59.0	64.9
순이익률	45.3	24.9	19.6	36.1	43.9
ROE	9.6	10.1	7.9	16.3	23.6
ROIC	5.5	8.5	9.0	11.2	17.1
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	61.6	55.2	53.5	41.4	30.9
유동비율	110.8	160.6	167.4	207.9	287.9
이자보상배율	4.6	7.2	8.3	14.0	31.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	0.7	1.4	1.2	1.4	1.6
재고자산회전율	2.1	2.6	2.1	2.2	2.5
매입채무회전율	14.5	14.1	9.6	8.8	9.7



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 기관투자자 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 저작물로서 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

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

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

