

셀트리온 (068270)

3분기부터 시작된 실적 턴어라운드

3분기 무난한 실적 시현

셀트리온의 3분기 연결기준 매출액은 2,891억원(YoY, 25.1%), 영업이익은 1,031억원(YoY, 47.3%, OPM, 35.7%)를 기록, 컨센서스를 약간 하회하는 실적을 시현하였다. 트룩시마와 램시마 SC 등 주요 제품 출시 예정에 따라 바이오 시밀러 매출이 증가하였고, 자회사 셀트리온제약의 고텍스 매출증가와 테바사의 아조비(Ajovy) CMO 공급계약에 따른 매출이 발생하면서 탐라인이 기저가 있는 전년 동기대비는 물론 전분기(2분기)와 비교해도 23%나 증가하였다. 다만 케미칼 제품 개발 등으로 경상연구개발비가 다른 분기대비 크게 증가하면서 이익률은 기대만큼 개선되지는 못하였다.

2020년 성장동력은 미국시장과 램시마 SC

유럽에서 셀트리온의 바이오시밀러는 올해 2분기 수량기준으로 램시마 59%, 트룩시마 38%, 허쥬마 15% 시장 점유율을 보이며 안정적으로 판매되고 있다. 램시마와 트룩시마의 경우 점유율 자체는 이제 시장이 성숙화되면서 크게 증가하지는 않을 것으로 보인다. 유럽에서 이들 3개 제품은 셀트리온 그룹 입장에서는 캐쉬카우의 역할에 머무를 것으로 보인다. 다만 2020년 2분기 출시 예정인 램시마 SC가 새로운 성장동력으로 셀트리온의 고성장을 이끌 수 있을 것으로 예상된다. 여기에 미국에서 인플렉트라가 사보험사에 등재되기 시작하면서 2020년 본격적인 성장이 기대되며, 트룩시마가 올해 4분기, 허쥬마가 2020년 상반기 미국시장에 출시되면서 셀트리온 그룹의 고성장세를 주도할 것으로 보인다.

2020년 셀트리온의 탐라인 증가와 이익률 증가 기대

올해 완공된 셀트리온의 1공장 신설라인은 현재 process validation(PV) 중으로 2020년부터 본격적으로 상업용 생산이 가능할 것으로 기대된다. 공장 비즈니스에서 탐라인 증가는 캐파증설이고 이익률 증가는 가동률 증가라는 점을 상기한다면, 5만리터 증설과 룬자의 8만리터 CMO 생산캐파 확보 등을 통해 셀트리온의 제품 생산량은 꾸준히 증가하며 이로 인한 탐라인 증가는 당연하다고 사료된다. 여기에 현재 셀트리온은 CMO 캐파를 확보해야 할 만큼 생산 캐파가 부족한 상황으로 1공장이 상업용 생산만 가능하게 된다면 가동률이 올라오는 것은 시간문제라 할 수 있다. 올해 3분기부터 셀트리온의 실적은 완벽하게 턴어라운드에 성공, 2020년부터 본격적인 성장세에 돌입할 것으로 보인다.

셀트리온의 2020년 실적 기대감과 최근 제약바이오 센터멘트 회복을 바탕으로 밸류에이션 리레이팅, 목표주가를 233,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 233,000원(상향) | CP(11월 6일): 196,500원

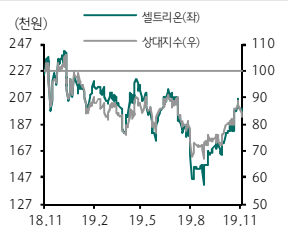
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,144.15
52주 최고/최저(원)	241,193/141,500
시가총액(십억원)	25,218.1
시가총액비중(%)	2.09
발행주식수(천주)	128,336.3
60일 평균 거래량(천주)	610.9
60일 평균 거래대금(십억원)	105.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	20.90
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 63인	22.85
Ion Investments B.V. 외 1인	9.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.6 (3.9) (17.0)
상대	7.0 (1.6) (19.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,109.3	1,500.5
영업이익(십억원)	401.5	602.8
순이익(십억원)	324.7	488.2
EPS(원)	2,577	3,894
BPS(원)	22,163	26,027

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	949.1	982.1	1,036.8	1,668.5	2,262.4
영업이익	십억원	507.8	338.7	370.8	678.7	887.3
세전이익	십억원	491.5	317.7	369.1	677.9	890.2
순이익	십억원	382.5	261.8	301.2	554.0	729.1
EPS	원	3,000	2,049	2,349	4,233	5,465
증감률	%	114.4	(31.7)	14.6	80.2	29.1
PER	배	72.41	108.60	83.66	46.42	35.96
PBR	배	11.74	10.77	8.57	7.49	6.32
EV/EBITDA	배	45.11	60.17	50.20	31.06	24.44
ROE	%	17.53	10.84	11.26	17.86	19.48
BPS	원	18,495	20,656	22,940	26,218	31,074
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현옥
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

표 1. 셀트리온 3Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q19P	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	289.1	231.1	25.1	292.7	(1.3)
영업이익	103.1	70.0	47.3	106.6	(3.2)
세전이익	106.8	66.9	59.6	101.0	5.8
당기순이익	61.6	50.0	23.2	85.3	(27.7)
OPM %	35.7%	30.3%		36.4%	
NPM %	21.3%	21.6%		29.1%	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	221.7	235.0	289.1	291.1	424.6	408.3	420.3	415.3	982.1	1,036.8	1,668.5
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	20.0%	91.5%	73.8%	45.4%	42.7%	3.5%	5.6%	60.9%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	255.6	386.9	359.5	372.0	376.7	861.9	892.1	1,495.1
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	21.2%	102.0%	82.6%	49.9%	47.4%	4.0%	3.5%	67.6%
램시마					120.0	110.0	80.0	100.0	176.8		410.0
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	100.0	91.8	95.2	143.1	125.0		344.5	455.0
트룩시마	73.2	86.9	83.8	76.4	95.1	104.3	98.9	91.7	383.0	320.3	390.0
허쥬마	48.8	28.2	2.9	30.0	58.5	42.3	50.0	39.0	206.2	109.9	189.8
TEVA			23.1	64.2	60.0	30.0	30.0	40.0	68.7	87.3	160.0
기타	18.6	18.2	8.3	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0	27.1	60.1	80.0
셀트리온제약(별도)	37.8	42.6	41.0	52.5	45.3	53.3	48.4	55.7	139.5	174.0	202.7
YoY	47.7%	31.5%	25.0%	8.0%	20.0%	25.0%	18.0%	6.0%	7.7%	24.7%	16.5%
매출총이익	133.0	141.4	170.3	177.6	267.5	263.4	273.2	267.9	549.2	622.3	1,071.9
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	69.7%	101.2%	86.2%	60.4%	50.9%	-20.9%	13.3%	72.3%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	61.0%	63.0%	64.5%	65.0%	64.5%	55.9%	60.0%	64.2%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	70.6	100.5	96.8	100.4	95.4	210.5	251.4	393.2
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	16.4%	80.7%	66.7%	49.6%	35.2%	12.7%	19.5%	56.4%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	39.1	64.4	64.1	67.2	60.8	119.7	140.6	256.5
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	31.5	36.1	32.7	33.2	34.6	90.8	110.8	136.7
영업이익	77.4	83.4	103.1	107.0	167.0	166.6	172.7	172.4	338.7	370.8	678.7
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	143.1%	115.9%	99.8%	67.5%	61.2%	-33.3%	9.5%	83.0%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	36.8%	39.3%	40.8%	41.1%	41.5%	34.5%	35.8%	40.7%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	88.7	158.8	170.4	148.3	59.0	253.6	291.6	536.4
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	137.6%	151.9%	117.6%	140.8%	-33.5%	-34.3%	15.0%	83.9%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	30.5%	37.4%	41.7%	35.3%	14.2%	25.8%	28.1%	32.2%

자료: 하나금융투자

셀트리온 목표주가 상향

1) 목표주가 233,000원(상향), 투자 의견 BUY

목표주가 233,000원(상향)
투자 의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 233,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 2020년부터 약재가 해소되고 다시 고성장이 가능할 것으로 예상되는 바, 목표주가 233,000원은 2020년 셀트리온의 지배주주 순이익 5,364억원에 글로벌 제네릭 회사인 테바사가 과거 제네릭 시장 초기 1st 제네릭 출시로 고성장을 보였던 시기의 PER 값을 고려하여 산정하였다. 1993년부터 1997년까지 1st 제네릭 출시로 영업이익률이 평균 20% 증가했었던 당시 테바사의 평균 PER은 37배 수준이었으며, 셀트리온의 경우 제네릭의약품보다 시장 플레이어 수가 적고 영업이익률이 높은 바이오시밀러 개발사라는 점을 감안하여 프리미엄을 부과하였다.

셀트리온의 2020년 실적 기대감과 최근 제약바이오センチメント 회복을 바탕으로 밸류에이션 리레이팅, 기존 부과했던 밸류에이션에 10%를 할증하여 목표주가를 상향한다.

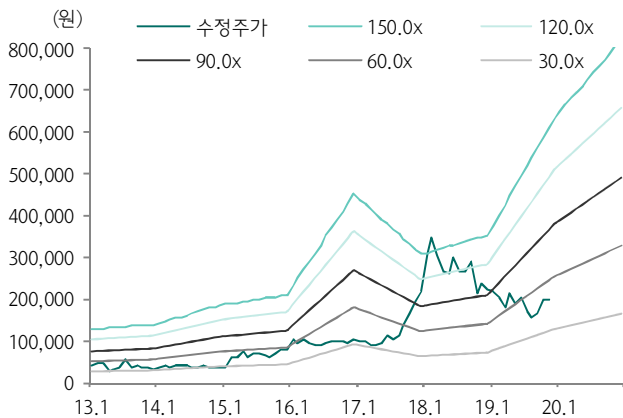
표 3. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	29,504.7	
2020년 예상 순이익	536.4	
2020년 PER	55	과거 테바사의 PER 참조
자사주	201.7	3개월 평균 주가
순부채	(265.2)	
적정자본가치	29,971.7	
주식 수(1,000주)	128,336	
적정주가	233,541	

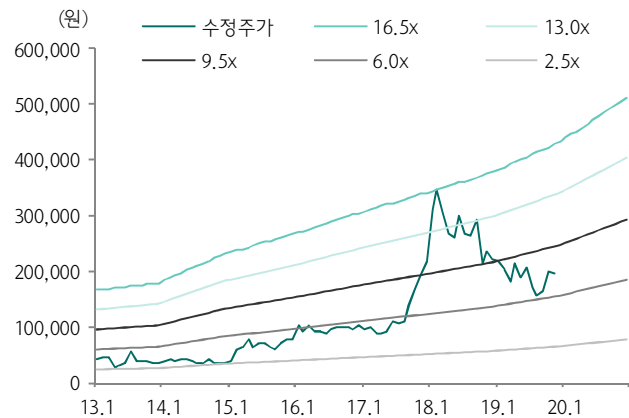
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



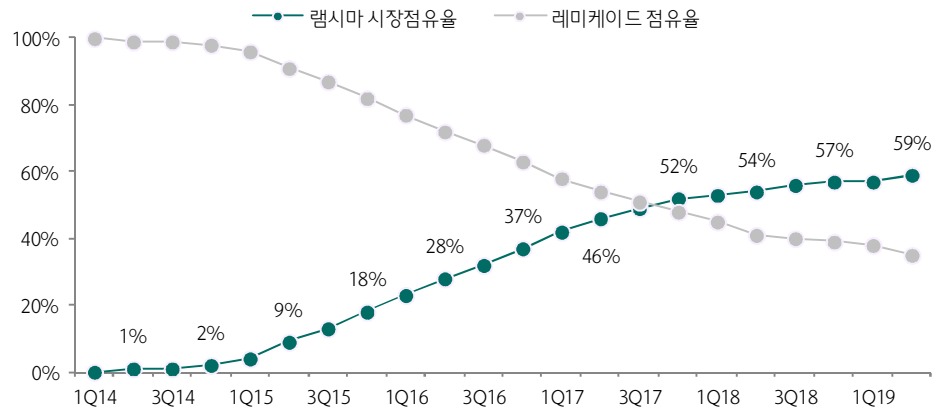
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



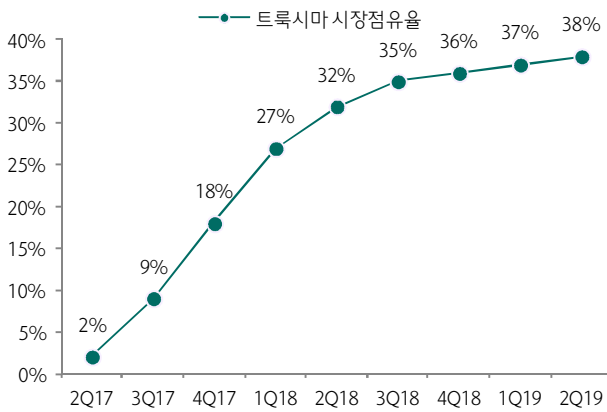
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



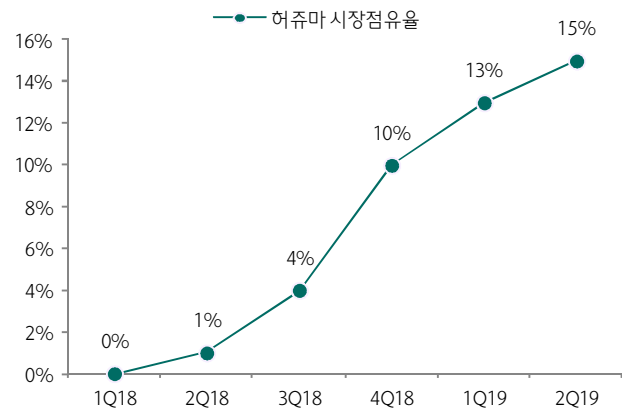
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽시장에서 트룩시마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적용증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
Remsima SC (CT-P13 SC)			자가면역질환	45.3	임상 3상 진행 중	승인권고 획득 (2018.09월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	5.8	글로벌 임상 3상 진행 중	
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	22.2	글로벌 임상 3상 진행 중	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.0	임상 1상 진행 중(2019.07월)	

자료: 셀트리온, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,036.8	1,668.5	2,262.4
매출원가	254.5	432.9	414.6	596.6	814.4
매출총이익	694.6	549.2	622.2	1,071.9	1,448.0
판매비	186.8	210.5	251.4	393.2	560.6
영업이익	507.8	338.7	370.8	678.7	887.3
금융손익	(18.0)	3.5	0.2	3.1	7.1
종속/관계기업손익	2.5	(0.5)	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(24.0)	(2.5)	(3.9)	(4.2)
세전이익	491.5	317.7	369.1	677.9	890.2
법인세	105.3	64.2	77.4	141.5	184.1
계속사업이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
비배주주지분 손이익	3.7	(8.3)	(9.5)	(17.5)	(23.1)
지배주주순이익	382.5	261.8	301.2	554.0	729.1
지배주주지분포괄이익	384.7	263.8	301.0	553.6	728.7
NOPAT	399.0	270.3	293.0	537.1	703.8
EBITDA	605.8	465.5	499.5	805.9	1,016.3
성장성(%)					
매출액증가율	41.5	3.5	5.6	60.9	35.6
NOPAT증가율	103.1	(32.3)	8.4	83.3	31.0
EBITDA증가율	79.0	(23.2)	7.3	61.3	26.1
영업이익증가율	103.4	(33.3)	9.5	83.0	30.7
(지배주주)순이익증가율	114.9	(31.6)	15.0	83.9	31.6
EPS증가율	114.4	(31.7)	14.6	80.2	29.1
수익성(%)					
매출총이익률	73.2	55.9	60.0	64.2	64.0
EBITDA이익률	63.8	47.4	48.2	48.3	44.9
영업이익률	53.5	34.5	35.8	40.7	39.2
계속사업이익률	40.7	25.8	8.1	32.1	31.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,020.0	2,746.6	3,568.1
금융자산	558.1	532.4	827.4	829.9	972.6
현금성자산	419.2	410.5	698.8	623.7	693.5
매출채권 등	831.4	931.8	983.7	1,583.1	2,146.5
재고자산	199.5	163.1	172.2	277.1	375.8
기타유동자산	25.0	37.2	38.7	56.5	73.2
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,909.1	1,930.4	1,998.7
투자자산	33.2	47.0	48.6	67.1	84.4
금융자산	16.2	0.7	0.7	1.2	1.6
유형자산	844.2	881.4	899.7	908.8	947.2
무형자산	809.8	922.3	935.4	929.1	941.7
기타비유동자산	14.3	25.4	25.4	25.4	25.4
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,931.1	4,677.0	5,566.8
유동부채	616.8	678.1	691.9	832.8	958.0
금융부채	416.8	413.6	403.6	396.7	388.7
매입채무 등	104.5	157.1	165.9	266.9	361.9
기타유동부채	95.5	107.4	122.4	169.2	207.4
비유동부채	266.8	229.8	314.8	383.3	441.9
금융부채	224.1	103.1	181.1	168.1	150.1
기타비유동부채	42.7	126.7	133.7	215.2	291.8
부채총계	883.6	907.8	1,006.7	1,216.1	1,399.9
지배주주지분	2,308.9	2,524.0	2,825.2	3,379.2	4,108.2
자본금	122.7	125.5	127.9	130.5	133.1
자본잉여금	757.6	776.6	776.6	776.6	776.6
자본조정	(29.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)
기타포괄이익누계액	8.7	10.0	10.0	10.0	10.0
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,000.5	2,551.9	3,278.4
비배주주지분	123.0	108.8	99.2	81.7	58.7
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,924.4	3,460.9	4,166.9
순금융부채	82.8	(15.7)	(242.7)	(265.2)	(433.8)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,000	2,049	2,349	4,233	5,465
BPS	18,495	20,656	22,940	26,218	31,074
CFPS	4,749	3,677	3,893	6,156	7,615
EBITDAPS	4,752	3,642	3,896	6,159	7,617
SPS	7,444	7,684	8,086	12,751	16,957
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	72.4	108.6	83.7	46.4	36.0
PBR	11.7	10.8	8.6	7.5	6.3
PCFR	45.7	60.5	50.5	31.9	25.8
EV/EBITDA	45.1	60.2	50.2	31.1	24.4
PSR	29.2	29.0	24.3	15.4	11.6
재무비율(%)					
ROE	17.5	10.8	11.3	17.9	19.5
ROA	12.1	7.6	8.1	12.9	14.2
ROIC	15.4	10.2	10.6	17.3	19.1
부채비율	36.3	34.5	34.4	35.1	33.6
순부채비율	3.4	(0.6)	(8.3)	(7.7)	(10.4)
이자보상배율(배)	35.1	23.8	27.4	48.1	65.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	378.9	170.0	367.4
당기순이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
조정	180.2	139.9	130.1	127.7	125.8
감가상각비	98.0	126.8	128.7	127.2	129.0
외환거래손익	8.8	(0.3)	2.2	3.1	1.4
지분법손익	(2.0)	0.5	(0.5)	0.0	0.0
기타	75.4	12.9	(0.3)	(2.6)	(4.6)
영업활동 자산부채 변동	(68.9)	(11.4)	(42.8)	(494.1)	(464.5)
투자활동 현금흐름	(245.1)	(193.1)	(156.2)	(212.4)	(253.5)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(13.3)	(1.1)	(18.5)	(17.4)
유형자산감소(증가)	(21.0)	(79.1)	(60.0)	(50.0)	(80.0)
기타	(215.3)	(100.7)	(95.1)	(143.9)	(156.1)
재무활동 현금흐름	(96.3)	(198.1)	54.4	(34.1)	(39.6)
금융부채증가(감소)	(38.0)	(124.3)	68.0	(19.9)	(26.0)
자본증가(감소)	10.3	19.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(68.6)	(93.1)	(13.6)	(14.2)	(13.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	150.8	(8.7)	288.3	(75.1)	69.7
Unlevered CFO	605.5	469.9	499.2	805.6	1,016.0
Free Cash Flow	476.4	302.7	318.9	120.0	287.4

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
19.11.7	BUY	233,000		
19.9.30	BUY	210,000	-9.92%	-2.14%
17.9.19	BUY	173,396	32.58%	111.62%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 11월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.