

셀트리온 (068270)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	250,000원 (M)
현재주가 (11/6)	196,500원
상승여력	27%

시가총액	252,181억원
총발행주식수	128,336,328주
60일 평균 거래대금	1,050억원
60일 평균 거래량	610,934주
52주 고	241,193원
52주 저	141,500원
외인지분율	20.97%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 63인 22.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.6	34.1	(17.0)
상대	7.0	20.0	(19.1)
절대(달러환산)	17.4	40.8	(19.4)

3Q19 Review: 편안해진 실적

매출액 2,891억원(YoY +25.1%), 영업이익 1,031억원(YoY +40.1%)

연결기준, 3분기 매출액 2,891억원(YoY +25.1%), 영업이익 1,031억원(YoY +40.1%)로 컨센서에 부합하는 실적을 시현하였다. 4분기 및 내년 1분기 미국 트룩시마, 허쥬마 및 유럽 램시마 SC 출시 예정에 따른 바이오시밀러 매출이 증가하였으며, 자회사 셀트리온제약 매출 증대(고덱스 등) 및 테바향 아조비 CMO 물량 231억원이 반영되었다. 케미컬 제품 개발에 대한 경성개발비 증가로 판관비 672억원(YoY +15.6%) 기록하며 이익률은 소폭 개선되었다(YoY +3.8%p).

유럽시장에서는 트룩시마, 허쥬마 중심의 시장 점유율 (2Q19 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 59%, 트룩시마 38%, 허쥬마 15%)이 확대되고 있으며, 매출비중은 램시마SC(레미케이드 바이오시밀러 피하주사형, 자가면역질환치료제) 45%, 트룩시마(리룩산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 29%, 허쥬마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 1%, TEVA향 CMO 매출 8%, 기타(용역매출, 자회사매출 등) 17%였다. 별도기준으로는 매출액 2,482억원(YoY +24.5%), 영업이익 982억원(YoY +30.2%)을 기록하였다.

새제품 매출 확대에 대한 기대

투자 의견 BUY, 목표주가 25만원 유지하였다. 램시마SC(미국 2022년 승인 예상)제형은 9월 유럽 CHMP 판매 승인 권고로 빠르면 11월 유럽 승인이 예상된다. 연말 트룩시마, 20년 초 허쥬마의 미국 런칭도 준비 중으로 신제품 런칭 준비에 따른 바이오시밀러 매출확대는 4분기에도 이어질 것으로 보인다. 파트너사의 9개월 재고물량 확보 이후, 2020년 추가적인 생산물량은 런칭 후 시장 점유율에 따라 조정될 것으로 보인다. 유럽지역 램시마 IV 제형의 점유율이 59%인 상황에서의 램시마SC의 출시는 빠른 시장 침투의 가능성을 보여주고 있다. 미국에서는 10월 최대 보험사 중 하나인 유나이티드헬스케어(UNH)에 선호의약품으로 등재되어 매출 증가의 발판을 마련하고 있다. 하지만 오리지널사와 암젠 산도즈 등의 바이오시밀러사와의 경쟁구도는 지켜봐야 할 지표다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,891	25.1	23.0	2,927	-1.3
영업이익	1,031	47.3	23.7	1,066	-3.3
세전계속사업이익	1,068	59.5	24.6	1,010	5.7
지배순이익	645	27.7	-16.5	885	-27.1
영업이익률 (%)	35.7	+5.4 %pt	+0.2 %pt	36.4	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	22.3	+0.4 %pt	-10.6 %pt	30.2	-7.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	9,491	9,821	10,818	13,066
영업이익	5,078	3,387	3,882	4,836
지배순이익	3,825	2,618	3,127	3,877
PER	40.3	132.4	81.0	65.4
PBR	6.6	13.6	9.0	7.9
EV/EBITDA	25.4	74.0	47.0	39.9
ROE	17.5	10.8	11.7	12.9

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	3Q19P	QoQ	2Q19	YoY	3Q18
매출액	2,891	23.0%	2,350	25.1%	2,311
영업이익	1,031	23.7%	834	40.1%	736
세전이익	1,068	24.6%	857	49.4%	715
당기순이익	616	-21.3%	783	12.7%	547

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

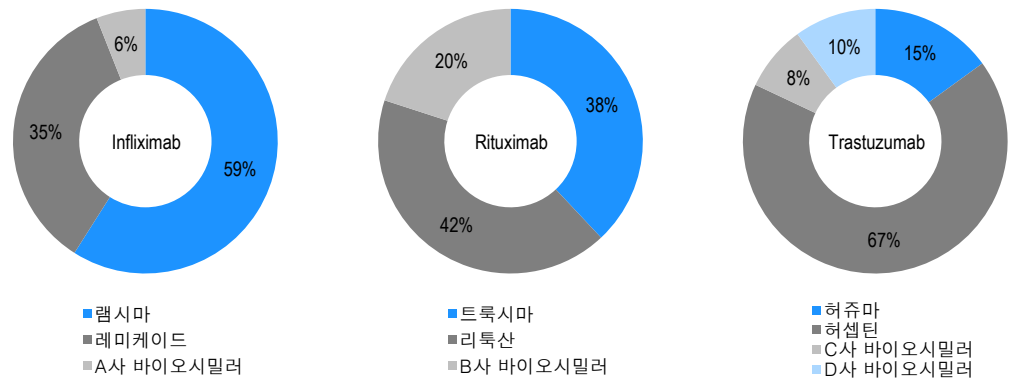
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,450	2,634	2,311	2,426	2,217	2,350	2,891	3,361	9,821	10,818	13,066
YoY	24.6%	7.0%	-0.4%	-11.6%	-9.5%	-10.8%	25.1%	38.6%	3.5%	10.2%	20.8%
영업이익	1,165	1,082	700	440	774	834	1,031	1,244	3,387	3,882	4,836
YoY	30.3%	-21.8%	-50.0%	-68.6%	-33.6%	-22.9%	47.3%	182.7%	-33.3%	14.6%	24.6%
영업이익률	47.5%	41.1%	30.3%	18.1%	34.9%	35.5%	35.7%	37.0%	34.5%	35.9%	37.0%
세전순이익	1,153	927	669	428	814	857	1,068	1,268	3,177	4,007	5,003
YoY	43.7%	-34.1%	-52.1%	-67.3%	-29.4%	-7.5%	59.6%	196.1%	-35.4%	26.1%	24.9%
당기순이익	832	830	500	373	630	783	616	1,014	2,536	3,043	3,752
YoY	24.1%	-28.0%	-56.1%	-58.4%	-24.3%	-5.6%	23.2%	171.6%	-34.3%	20.0%	23.3%

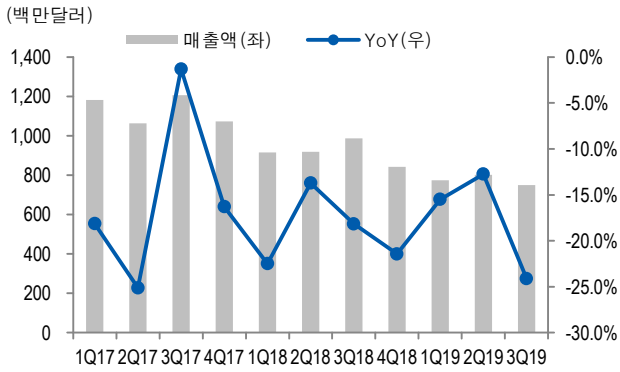
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2019년 2분기)



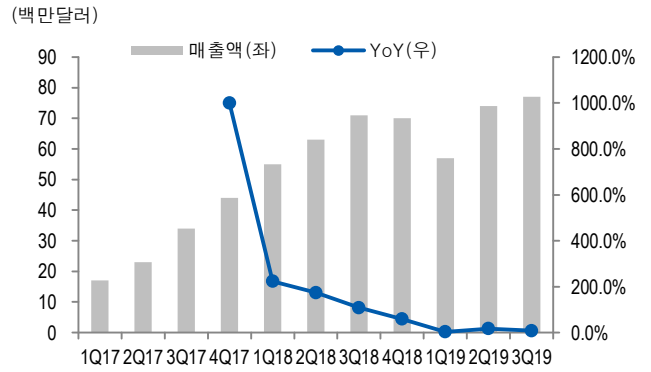
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국 Remicade 매출 추이



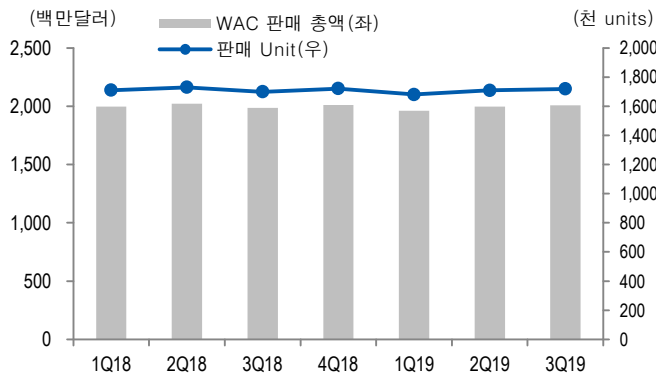
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Inflectra 매출 추이



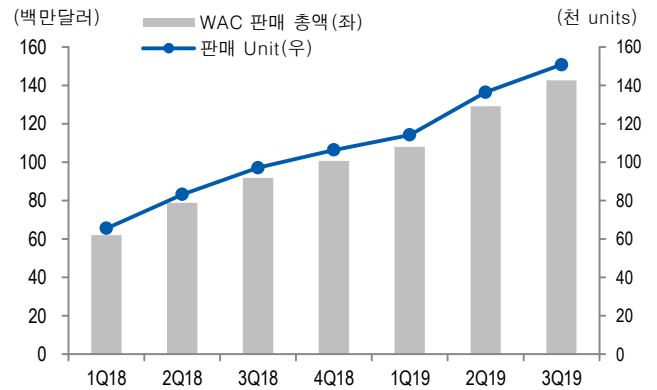
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Remicade 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Inflectra 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	9,491	9,821	10,818	13,066	15,146
매출원가	2,545	4,329	4,422	5,294	6,058
매출총이익	6,946	5,492	6,396	7,772	9,087
판매비	1,868	2,105	2,514	2,936	3,484
영업이익	5,078	3,387	3,882	4,836	5,604
EBITDA	6,058	4,655	5,401	6,241	6,829
영업외손익	-163	-210	124	168	195
외환관련손익	-87	13	0	0	0
이자손익	-98	-34	-20	22	73
관계기업관련손익	25	-5	15	22	22
기타	-4	-183	129	124	100
법인세비용차감전순이익	4,915	3,177	4,006	5,003	5,799
법인세비용	1,053	642	963	1,251	1,450
계속사업순이익	3,862	2,536	3,043	3,752	4,349
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,862	2,536	3,043	3,752	4,349
지배지분순이익	3,825	2,618	3,127	3,877	4,493
포괄순이익	3,884	2,556	3,023	3,752	4,349
지배지분포괄이익	3,847	2,638	3,124	3,901	4,522

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	16,140	16,645	19,943	25,039	31,443
현금및현금성자산	4,192	4,105	5,037	9,925	13,988
매출채권 및 기타채권	8,314	9,318	11,791	11,876	13,750
재고자산	1,995	1,631	2,814	2,936	3,404
비유동자산	17,015	18,761	18,807	17,861	17,095
유형자산	8,442	8,814	8,830	8,615	8,399
관계기업등 지분관련자산	170	280	526	775	1,024
기타투자자산	162	190	188	188	188
자산총계	33,155	35,406	38,750	42,899	48,538
유동부채	6,168	6,781	6,010	6,121	7,266
매입채무 및 기타채무	1,045	1,571	1,708	1,818	2,964
단기차입금	3,230	2,585	2,756	2,756	2,756
유동성장기부채	939	1,550	882	882	882
비유동부채	2,668	2,298	3,501	3,501	3,501
장기차입금	2,241	1,031	1,553	1,553	1,553
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,836	9,078	9,511	9,621	10,767
지배지분	23,089	25,240	28,047	31,923	36,416
자본금	1,227	1,255	1,283	1,283	1,283
자본잉여금	7,576	7,766	8,013	8,013	8,013
이익잉여금	14,497	17,018	20,121	23,997	28,490
비지배지분	1,230	1,088	1,193	1,355	1,355
자본총계	24,319	26,328	29,239	33,278	37,772
순차입금	828	-158	197	-4,691	-8,754
총차입금	6,409	5,166	5,234	5,234	5,234

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,975	3,821	1,245	6,175	5,493
당기순이익	3,862	2,536	3,043	3,752	4,349
감가상각비	415	411	445	424	426
외환손익	88	-3	8	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-25	5	-15	-22	-22
자산부채의 증감	-689	-114	-3,473	803	-295
기타현금흐름	1,324	986	1,237	1,218	1,035
투자활동 현금흐름	-2,451	-1,931	-129	-436	-436
투자자산	-96	-130	-268	-227	-227
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-794	-468	-210	-210
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	-2,145	-1,010	606	1	1
재무활동 현금흐름	-963	-1,981	-282	1,148	1,148
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-951	0	0
자본	100	146	179	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,063	-2,127	489	1,148	1,148
연결범위변동 등 기타	-53	5	97	-2,000	-2,142
현금의 증감	1,508	-87	932	4,888	4,063
기초 현금	2,684	4,192	4,105	5,037	9,925
기말 현금	4,192	4,105	5,037	9,925	13,988
NOPLAT	5,078	3,387	3,882	4,836	5,604
FCF	4,070	3,062	526	5,625	4,922

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

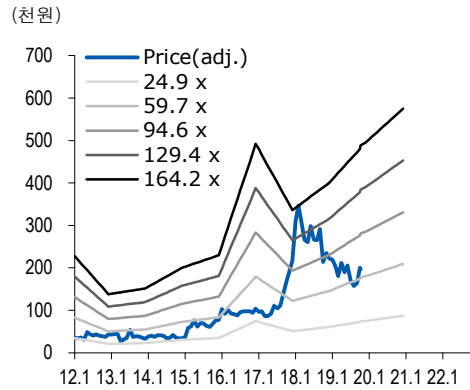
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

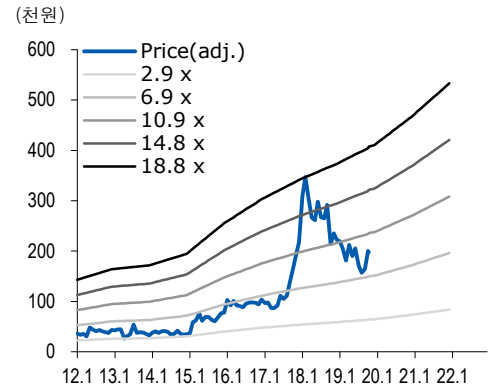
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,998	2,046	2,437	3,021	3,501
BPS	18,180	19,862	21,854	24,875	28,376
EBITDAPS	4,942	3,714	4,208	4,863	5,321
SPS	7,444	7,684	8,430	10,181	11,802
DPS	0	0	0	0	0
PER	40.3	132.4	81.0	65.4	56.4
PBR	6.6	13.6	9.0	7.9	7.0
EV/EBITDA	25.4	74.0	47.0	39.9	35.8
PSR	16.2	35.3	23.4	19.4	16.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	41.5	3.5	10.2	20.8	15.9
영업이익 증가율 (%)	103.4	-33.3	14.6	24.6	15.9
지배순이익 증가율 (%)	114.9	-31.5	19.4	24.0	15.9
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	59.1	59.5	60.0
영업이익률 (%)	53.5	34.5	35.9	37.0	37.0
지배순이익률 (%)	40.3	26.7	28.9	29.7	29.7
EBITDA 마진 (%)	63.8	47.4	49.9	47.8	45.1
ROIC	15.8	10.4	10.3	12.2	14.3
ROA	12.1	7.6	8.4	9.5	9.8
ROE	17.5	10.8	11.7	12.9	13.1
부채비율 (%)	36.3	34.5	32.5	28.9	28.5
순차입금/자기자본 (%)	3.6	-0.6	0.7	-14.7	-24.0
영업이익/금융비용 (배)	35.1	23.8	49.5	46.4	53.7

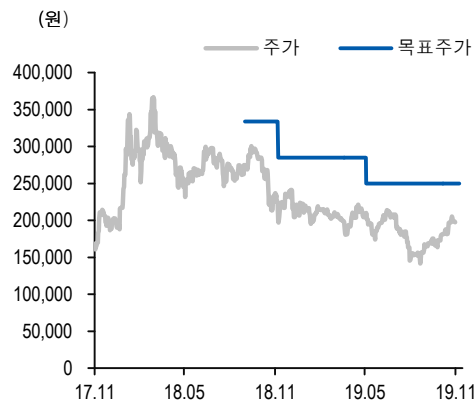
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-07	BUY	250,000	1년		
2019-05-09	BUY	250,000	1년		
2018-11-12	BUY	284,912	1년	-25.94	-15.34
2018-09-06	BUY	334,035	1년	-21.66	-10.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.