

셀트리온(068270)

이미 3분기부터 시작된 셀트리온의 고성장. 4분기에도 계속된다

4분기 사상 최대 매출액 달성

셀트리온의 4분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 41% 증가한 3,411억원, 영업이익은 전년대비 약 185% 증가한 1,254억원(OPM, 36.8%)으로 추정된다. 2019년 10월과 12월 발생한 단일판매 공급계약 체결 공시에 따르면 셀트리온 헬스케어로 공급한 바이오시밀러 항체약품 규모는 각각 327억원과 1,838억원으로 2019년 분기 중 최대규모를 기록하였다. 여기에 9월에 공시된 테바사의 아조비(Ajovy) CMO 물량 876억원 중 3분기에 발생한 231억원을 제외한 645억원이 4분기에 발생할 것으로 보인다. 이로 인해 별도기준으로 셀트리온의 매출액은 전년대비 약 45% 증가한 3,056억원으로 추정된다.

이미 1공장 증설분은 상업용 생산에 돌입

셀트리온은 5만리터가 증설된 1공장에서 연말 램시마 SC와 트룩시마를 생산하여 공급하기 시작했다. 램시마 IV는 위탁 생산 계약을 체결한 론자 공장에서 생산하여 4분기 램시마 IV가 드디어 6분기만에 셀트리온헬스케어로 공급되었다. 이로 인해 셀트리온은 1공장 5만리터, 1공장 증설규모 5만리터, 2공장 9만리터, 론자 위탁생산 규모 8만리터로 총 27만리터의 생산캐파를 확보해 놓은 상황이다. 셀트리온 자체 공장 19만 리터만으로는 부족한 상황이라 론자에 위탁생산하고 있는 것이기 때문에 1공장의 증설된 5만리터는 바로 full 가동될 수 있을 것으로 보인다. 2020년 생산캐파는 기존 14만리터에서 27만리터로 확대되면서 탑라인 증가는 자명하고, 공장도 full 가동되면서 이익률 개선효과도 가능할 것으로 기대된다.

2020년 트룩시마의 미국 점유율 확대 속도와 램시마 SC

2020년 공장캐파 증가와 가동률 증가로 셀트리온의 고성장은 의심할 여지가 없다. 그러나 이러한 기대감이 이미 주가에 반영된 상황이라 셀트리온의 주가는 12MF PER 40~50 배 사이 구간에 달해 있는 상황이다. 결국 셀트리온 주가의 업사이드는 현재 주가에 반영되어 있지 않은 모멘텀이 발생해야 한다. 1) 트룩시마가 미국시장에서 얼마나 빨리 점유율을 확대하는가, 2) 램시마 SC가 실제 유럽시장에서 얼마나 많이 판매되느냐가 2020년 셀트리온 그룹의 투자 포인트라 할 수 있다. 11월부터 미국시장에서 시판되고 있는 트룩시마의 월별 처방액 데이터와 실제 램시마 SC의 유럽 판매액이 반영될 셀트리온헬스케어의 램시마 SC 매출액 성장세가 2020년 셀트리온 그룹의 성장세를 판가름할 수 있는 가장 중요한 지표가 될 것으로 예상된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 233,000원 | CP(1월 20일): 172,500원

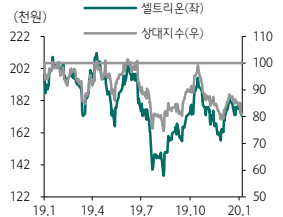
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,262.64
52주 최고/최저(원)	211,565/35,153
시가총액(십억원)	22,138.3
시가총액배중(%)	1.84
발행주식수(천주)	134,698.2
60일 평균 거래량(천주)	609.1
60일 평균 거래대금(십억원)	111.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	19.83
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외	62 인 22.89
Ion Investments B.V. 외	1 인 9.55
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.8) (2.1) (10.1)
상대	(3.3) (9.4) (15.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,103.0	1,456.0
영업이익(십억원)	394.6	577.6
순이익(십억원)	309.6	451.5
EPS(원)	2,328	3,429
BPS(원)	21,086	24,458

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	949.1	982.1	1,086.8	1,669.7	2,271.4
영업이익	십억원	507.8	338.7	389.3	679.6	888.1
세전이익	십억원	491.5	317.7	400.7	682.7	895.4
순이익	십억원	382.5	261.8	327.0	557.8	733.4
EPS	원	2,858	1,952	2,430	4,141	5,345
증감률	%	114.4	(31.7)	24.5	70.4	29.1
PER	배	72.59	108.87	74.49	41.65	32.27
PBR	배	11.77	10.80	8.21	6.58	5.65
EV/EBITDA	배	45.11	60.17	44.60	27.17	21.37
ROE	%	17.53	10.84	12.16	17.81	19.41
BPS	원	17,622	19,681	22,056	26,210	30,514
DPS	원	0	0	0	0	0



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

표 1. 셀트리온 4Q19 실적 프리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q19F	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	341.1	242.6	40.6	354.6	(3.8)
영업이익	125.4	44.0	185.0	130.2	(3.7)
세전이익	126.8	42.8	196.3	125.3	1.2
당기순이익	113.7	37.3	204.5	105.6	7.7
OPM %	36.8%	18.1%		36.7%	
NPM %	33.3%	15.4%		29.8%	

자료: 하나금융투자

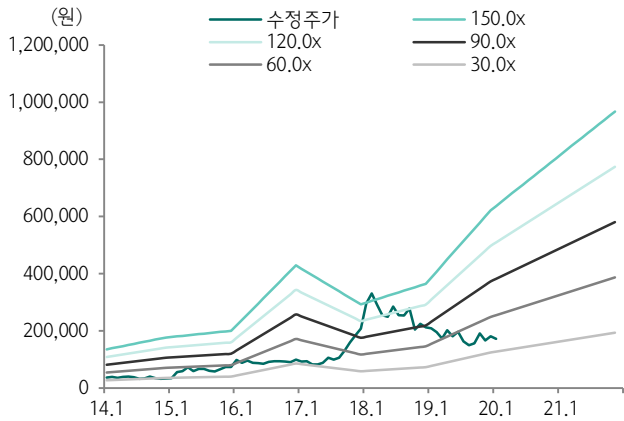
표 2. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	221.7	235.0	289.1	341.1	424.6	408.3	421.4	415.3	982.1	1,086.8	1,669.7
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	40.6%	91.5%	73.8%	45.8%	21.8%	3.5%	10.7%	53.6%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	305.6	386.9	359.5	372.0	376.7	861.9	942.1	1,495.1
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	44.9%	102.0%	82.6%	49.9%	23.3%	4.0%	9.3%	58.7%
램시마				50.0	120.0	110.0	80.0	100.0	176.8	50.0	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	47.4	52.5	45.3	53.3	56.0	55.7	139.5	180.4	210.3
YoY	47.7%	31.5%	44.4%	8.0%	20.0%	25.0%	18.0%	6.0%	7.7%	29.3%	16.6%
기타 및 연결조정	(7.6)	(4.5)	(6.6)	(17.1)	(7.6)	(4.5)	(6.6)	(17.1)	(19.3)	(35.7)	(35.7)
매출총이익	133.0	141.4	170.3	208.1	267.5	263.4	273.9	267.9	549.2	652.8	1,072.7
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	98.8%	101.2%	86.2%	60.8%	28.8%	-20.9%	18.9%	64.3%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	61.0%	63.0%	64.5%	65.0%	64.5%	55.9%	60.1%	64.2%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	82.6	100.5	96.8	100.4	95.4	210.5	263.4	393.1
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	36.2%	80.7%	66.7%	49.5%	15.5%	12.7%	25.2%	49.2%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	51.1	64.4	64.1	67.1	60.8	119.7	152.6	256.4
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	125.4	167.0	166.6	173.6	172.4	338.7	389.3	679.6
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	185.1%	115.9%	99.8%	68.3%	37.5%	-33.3%	14.9%	74.6%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	36.8%	39.3%	40.8%	41.2%	41.5%	34.5%	35.8%	40.7%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	113.7	136.4	154.4	98.3	151.1	253.6	316.7	540.2
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	204.6%	116.4%	97.2%	59.6%	32.9%	-34.3%	24.9%	70.6%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	33.3%	32.1%	37.8%	23.3%	36.4%	25.8%	29.1%	32.4%

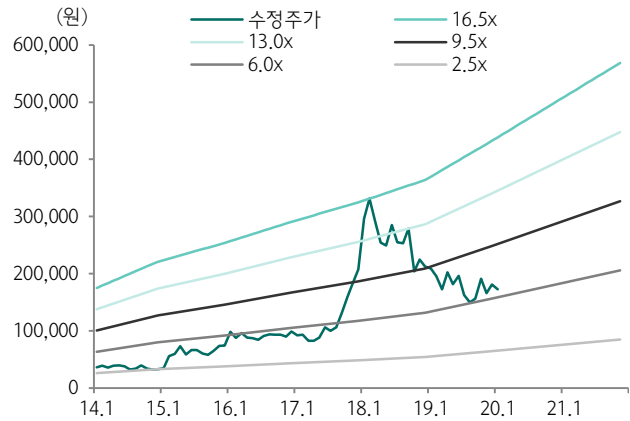
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 램시마 SC 개발일지

임상 노하우를 바탕으로 임상기간(2년 5개월) 및 개발 비용 단축



제품개요		제품개요	
제품명	램시마 SC (Subcutaneous, 피하주사제)	승인 권고 획득 품목	램시마 SC 120mg 프리필드 시린지 및 펜타입 승인
주요 적응증	류마티스관절염, 크론병, 궤양성 대장염, 강직성 척추염, 건선 등	승인 획득일	2019년 11월 26일
임상 적응증	RA(류마티스관절염), IBD(염증성 장질환)	승인 기관	EMA(유럽의약품청)
임상기간	2016년 6월 ~ 2019년 10월 예정 (장기 안전성 자료 수집 중)	승인 내용	유럽 31개국 대상 판매 승인 획득
총 임상환자수	593명	승인 적응증	RA (류마티스관절염)

자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 3. 램시마 SC 임상개요

제품명	램시마 SC
적응증	1상(1BD): 궤양성 대장염, 크론병, 3상(RA): 류마티스 관절염
임상기간	2016년 6월~2019년 10월 (장기 안전성 자료 수집 중)
총 환자수	1상(1BD 적응증): 181명(파트 1은 45명, 파트 2는 136명) 3상(RA 적응증): 412명(파트 1은 50명, 파트 2는 362명)
진행 국가 및 site 수	1상: 15개국 70개 사이트, 3상: 12개국 84개 사이트

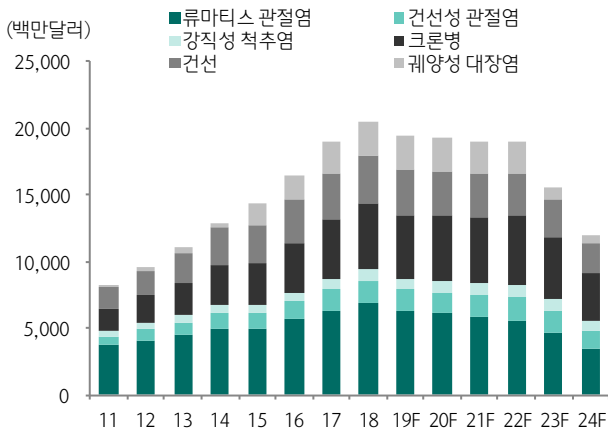
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 램시마 SC 특허

구분	세부 내용	특허보호 기간
제형특허	SC(피하주사) 제형	2017년~2037년 6월
투여법 특허	투여주기 등 용법특허	2018년~2038년 8월

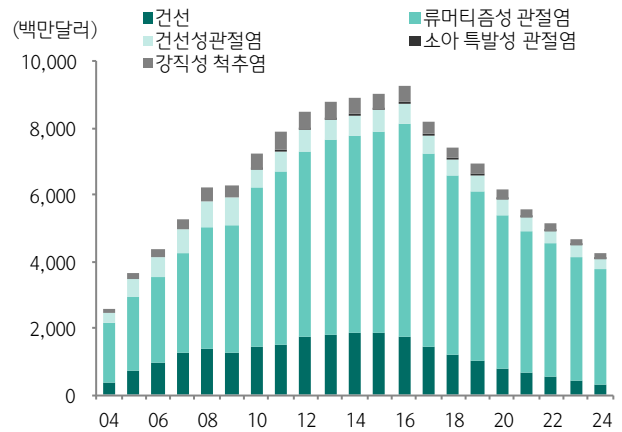
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 휴미라 적응증별 매출



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 5. 글로벌 엔브렐 적응증별 매출



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

표 5. 램시마 SC 출시로 인한 교체처방 옵션

구분	교체처방옵션(승인 전)		교체처방옵션(승인 후)	
	RA, 기타	IBD	RA, 기타	IBD
휴미라	엔브렐	2차 치료제	엔브렐, 램시마 SC	램시마 SC
엔브렐	휴미라	-	휴미라, 램시마 SC	-

자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 전체 TNF-α 시장 중 90%에 해당하는 시장에 2020년까지 출시 예정

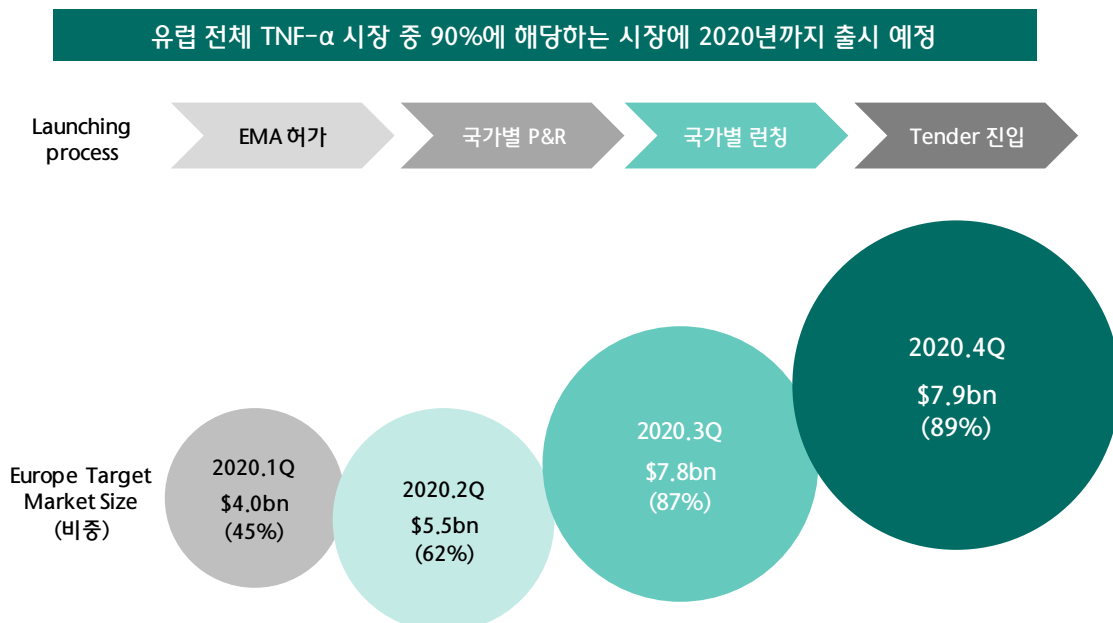
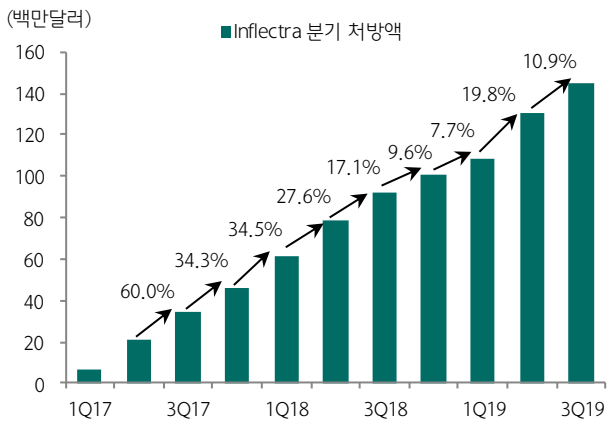
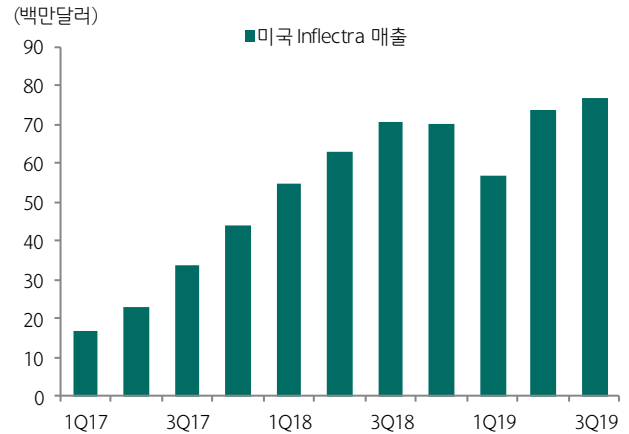


그림 7. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



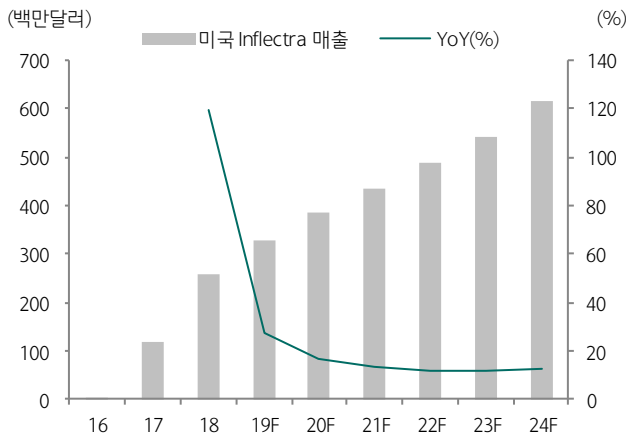
자료: 하나금융투자

그림 8. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



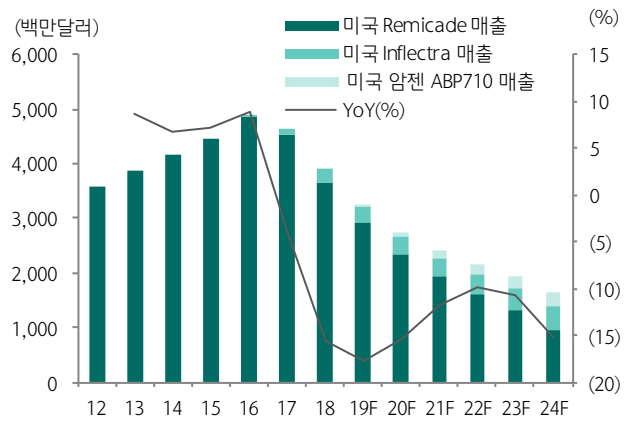
자료: 하나금융투자

그림 9. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 10. 미국 infliximab 시장규모 추정치



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,086.8	1,669.7	2,271.4
매출원가	254.5	432.9	434.1	597.0	817.7
매출총이익	694.6	549.2	652.7	1,072.7	1,453.7
판매비	186.8	210.5	263.4	393.1	565.6
영업이익	507.8	338.7	389.3	679.6	888.1
금융손익	(18.0)	3.5	8.0	3.1	6.6
중속/관계기업손익	2.5	(0.5)	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(24.0)	2.9	0.0	0.7
세전이익	491.5	317.7	400.7	682.7	895.4
법인세	105.3	64.2	84.1	142.5	185.2
계속사업이익	386.2	253.6	316.7	540.2	710.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	386.2	253.6	316.7	540.2	710.2
비배주주지분 손익	3.7	(8.3)	(10.3)	(17.6)	(23.2)
지배주주순이익	382.5	261.8	327.0	557.8	733.4
지배주주지분포괄이익	384.7	263.8	326.8	557.5	733.0
NOPAT	399.0	270.3	307.6	537.7	704.4
EBITDA	605.8	465.5	518.0	806.8	1,017.1
성장성(%)					
매출액증가율	41.5	3.5	10.7	53.6	36.0
NOPAT증가율	103.1	(32.3)	13.8	74.8	31.0
EBITDA증가율	79.0	(23.2)	11.3	55.8	26.1
영업이익증가율	103.4	(33.3)	14.9	74.6	30.7
(지배주주)순이익증가율	114.9	(31.6)	24.9	70.6	31.5
EPS증가율	114.4	(31.7)	24.5	70.4	29.1
수익성(%)					
매출총이익률	73.2	55.9	60.1	64.2	64.0
EBITDA이익률	63.8	47.4	47.7	48.3	44.8
영업이익률	53.5	34.5	35.8	40.7	39.1
계속사업이익률	40.7	25.8	29.1	32.4	31.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,858	1,952	2,430	4,141	5,345
BPS	17,622	19,681	22,056	26,210	30,514
CFPS	4,525	3,503	3,861	6,005	7,438
EBITDAPS	4,527	3,470	3,849	5,989	7,413
SPS	7,093	7,321	8,076	12,396	16,554
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.6	108.9	74.5	41.7	32.3
PBR	11.8	10.8	8.2	6.6	5.7
PCFR	45.9	60.7	46.9	28.7	23.2
EV/EBITDA	45.1	60.2	44.6	27.2	21.4
PSR	29.3	29.0	22.4	13.9	10.4
재무비율(%)					
ROE	17.5	10.8	12.2	17.8	19.4
ROA	12.1	7.6	8.7	12.8	14.2
ROIC	15.4	10.2	11.0	17.2	19.1
부채비율	36.3	34.5	34.7	34.8	33.4
순부채비율	3.4	(0.6)	(7.7)	(8.5)	(11.0)
이자보상배율(배)	35.1	23.8	32.4	51.9	69.7

자료: 하나금융투자

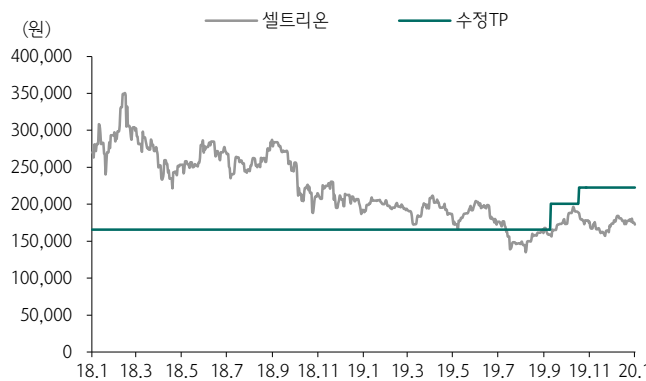
대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,064.6	2,778.4	3,608.1
금융자산	558.1	532.4	812.8	860.4	1,002.2
현금성자산	419.2	410.5	678.1	654.1	722.0
매출채권 등	831.4	931.8	1,031.1	1,584.1	2,155.1
재고자산	199.5	163.1	180.5	277.3	377.3
기타유동자산	25.0	37.2	40.2	56.6	73.5
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,910.6	1,930.4	1,999.0
투자자산	33.2	47.0	50.1	67.1	84.7
금융자산	16.2	0.7	0.8	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	3,975.1	4,708.8	5,607.0
유동부채	616.8	678.1	703.5	833.1	960.1
금융부채	416.8	413.6	403.6	396.7	388.7
매입채무 등	104.5	157.1	173.9	267.1	363.4
기타유동부채	95.5	107.4	126.0	169.3	208.0
비유동부채	266.8	229.8	321.3	383.5	443.1
금융부채	224.1	103.1	181.1	168.1	150.1
기타비유동부채	42.7	126.7	140.2	215.4	293.0
부채총계	883.6	907.8	1,024.8	1,216.5	1,403.1
지배주주지분	2,308.9	2,524.0	2,852.0	3,411.5	4,146.3
자본금	122.7	125.5	127.9	130.4	132.9
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	10.9	12.6	14.0
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,026.3	2,581.7	3,312.6
비지배주주지분	123.0	108.8	98.4	80.8	57.6
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,950.4	3,492.3	4,203.9
순금융부채	82.8	(15.7)	(228.1)	(295.6)	(463.4)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	353.6	210.5	364.7
당기순이익	386.2	253.6	316.7	540.2	710.2
조정	180.2	139.9	118.8	126.2	125.2
감가상각비	98.0	126.8	128.7	127.2	129.0
외환거래손익	8.8	(0.3)	(10.7)	(0.9)	(0.6)
지분법손익	(2.0)	0.5	(0.5)	0.0	0.0
기타	75.4	12.9	1.3	(0.1)	(3.2)
영업활동 변동	(68.9)	(11.4)	(81.9)	(455.9)	(470.7)
투자활동 현금흐름	(245.1)	(193.1)	(154.2)	(204.5)	(254.9)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(13.3)	(2.6)	(17.0)	(17.6)
유형자산감소(증가)	(21.0)	(79.1)	(60.0)	(50.0)	(80.0)
기타	(215.3)	(100.7)	(91.6)	(137.5)	(157.3)
재무활동 현금흐름	(96.3)	(198.1)	56.1	(33.2)	(38.8)
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)	(11.9)	(13.3)	(12.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	150.8	(8.7)	267.5	(24.1)	67.9
Unlevered CFO	605.5	469.9	519.6	808.8	1,020.6
Free Cash Flow	476.4	302.7	293.6	160.5	284.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.7	BUY	222,549		
19.9.30	BUY	200,581	-10.54%	-2.14%
17.9.19	BUY	165,618	32.47%	111.62%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.4%	10.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 0000년 0월 0일

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 2020년 01월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 01월 21일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.