

셀트리온 (068270)

론자 CMO 공장 원가감소로 이익률 개선 확인

1분기 이익률 개선 가능성 입증

셀트리온의 1분기 연결기준 매출액은 3,728억원(YoY, 68.2%), 영업이익은 1,202억원(YoY, 55.4%, OPM, 32.2%)를 기록, 컨센서스를 9% 하회하는 실적을 시현하였다. 셀트리온의 별도기준 영업이익은 1,262억원(YoY, 66.4%, OPM, 36.5%)이다. 1분기 별도기준 영업이익률은 전년대비 약 3.1%p 감소하였으나, 셀트리온이 작년 4분기부터 론자 CMO 공장에서 제품을 생산하기 시작했다는 점을 감안하면, YoY로 비교하기 보다는 QoQ 증가율을 확인할 필요가 있다. 작년 4분기 별도기준 OPM이 31.0%이었던 것을 감안하면 이번 1분기에는 무려 5.5%p나 증가했다. 작년 4분기 론자 공장의 낮은 가동률과 밸리데이션 등의 작업으로 원가율이 증가했다. 그러나 공장이 가동되면서 초기 발생했었던 PV (Production Validation) 비용이 점차 감소, 시간이 흐를수록 이익률은 당연히 증가할 것으로 예상되었고, 이번 1분기 실적에서 셀트리온은 이를 증명하였다.

2분기부터 본격적으로 이익률 회복세 시현

셀트리온은 2분기부터 본격적으로 영업이익률이 작년 1,2,3분기 수준으로 회복되면서 본궤도에 진입할 수 있을 것으로 기대된다. 2분기 탑라인은 전년대비 약 72% 증가한 4,000억원, 영업이익은 전년대비 약 69% 증가한 1,400억원 달성이 예상된다. 케미칼 부문도 1분기 적자를 시현하였으나, 올해 연간 컨펌된 조달시장의 PO 물량이 증가하면서 2분기부터 매출액은 500억원 이상 영업이익률은 10% 수준을 회복할 수 있을 것으로 보인다.

램시마 SC는 유럽 CHMP에서 minor 이슈로 승인이 지연되었으나 major 이슈는 아니기 때문에 1~2개월 지연에 그칠 것으로 보인다.

목표주가 27만원으로 상향

셀트리온에 대해 12개월 선행 예상 순이익에, 과거 제네릭 시장 초기 테바사가 받았던 약 37배의 밸류에이션을 감안, 50배의 밸류에이션을 부여, 목표주가를 27만원으로 상향한다. 특히 3분기부터는 매출 볼륨이 크게 증가하면서 고정비 성격의 판관비 비중은 감소, 이익률은 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 올해 셀트리온의 매출액은 전년대비 약 57% 증가한 1.77조원, 영업이익은 전년대비 약 82% 증가한 6,900억원(OPM, 39.0%)로 추정된다. 이 정도의 고성장이 시현되기 위해서는 매 분기 실적은 계속 증가해야만 한다. 밸류에이션이 가능해지면서 셀트리온은 40~50배 구간, 즉 17~21만원 밴드에서 주가가 움직였다. 론자 CMO 공장의 정상화로 이익률 개선을 확인한 상황에서 매 분기 큰 폭의 이익개선이 가능할 것으로 예상된다. 큰 폭의 이익개선으로 이제 주가 밴드는 22~27만원 구간으로 재조정 될 수 있으며, 이러한 밴드는 매 분기 상향 조정될 것이다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 270,000원(상향) | CP(5월 8일): 210,500원

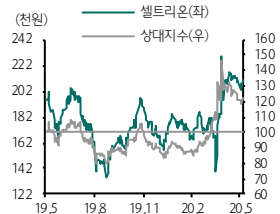
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,945.82
52주 최고/최저(원)	229,000/ 135,153
시가총액(십억원)	28,355.8
시가총액비중(%)	2.35
발행주식수(천주)	134,706.9
60일 평균 거래량(천주)	1,701.3
60일 평균 거래대금(십억원)	327.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	20.09
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 66 인	22.90
Ion Investments B.V. 외 1 인	9.55
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.7 17.2 7.2
상대	(5.6) 28.8 19.5

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,583.9	1,957.3
영업이익(십억원)	621.3	792.1
순이익(십억원)	508.2	649.0
EPS(원)	3,736	4,782
BPS(원)	24,931	29,846

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	982.1	1,128.5	1,766.6	2,098.6	2,622.9
영업이익	십억원	338.7	378.1	689.3	909.4	1,186.9
세전이익	십억원	317.7	378.6	713.2	934.9	1,219.6
순이익	십억원	261.8	297.6	562.9	739.3	961.9
EPS	원	1,952	2,211	4,178	5,239	6,506
증감률	%	(31.7)	13.3	89.0	25.4	24.2
PER	배	108.87	81.86	50.38	40.18	32.36
PBR	배	10.80	8.21	8.00	7.26	6.21
EV/EBITDA	배	60.17	43.21	33.39	26.05	20.23
ROE	%	10.84	11.19	18.27	19.78	20.96
BPS	원	19,681	22,058	26,306	28,978	33,870
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 한재역
02-3771-8046
jaehyukhan@hanafn.com

표 1. 셀트리온 1Q20P 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q20P	1Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	372.8	221.7	68.2	352.3	5.8
영업이익	120.2	77.4	55.4	132.2	(9.1)
세전이익	138.4	81.4	70.0	130.5	6.1
당기순이익	105.3	63.0	67.1	109.1	(3.4)
OPM %	32.2	34.9		37.5	
NPM %	28.2	28.4		31.0	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	372.8	403.2	488.2	502.3	982.1	1,128.5	1,766.6
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	71.6%	68.9%	31.2%	3.5%	14.9%	56.5%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	345.4	345.7	349.5	429.4	446.2	861.9	981.9	1,570.9
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	63.7%	80.5%	77.6%	73.0%	29.2%	4.0%	13.9%	60.0%
램시마				68.9	70.8	100.0	120.0	130.0	176.8	68.9	420.8
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	57.4	108.1	95.2	117.1	91.9		301.9	412.2
트룩시마	73.2	86.9	83.8	95.7	85.7	104.3	117.4	124.4	383.0	339.6	431.8
허쥬마	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	42.3	60.7	34.4	206.2	91.3	167.3
TEVA			23.1	61.2			60.0	40.0	68.7	84.4	100.0
기타	18.6	18.2	8.3	50.7	51.2	50.0	15.0	60.0	27.1	95.8	176.2
셀트리온제약(별도)	37.8	42.6	47.4	37.4	27.1	53.7	58.8	56.1	139.5	165.2	195.7
YoY	47.7%	31.5%	44.4%	-23.2%	-28.2%	26.0%	24.0%	50.0%	7.7%	18.4%	18.5%
기타 및 연결조정	(7.6)	(4.5)	(6.6)		0.1				(19.3)	(18.6)	0.1
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	185.4	213.7	278.3	301.4	549.2	629.9	978.7
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	77.0%	39.4%	51.1%	63.4%	62.7%	-20.9%	14.7%	55.4%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	48.4%	49.7%	53.0%	57.0%	60.0%	55.9%	55.8%	55.4%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	65.1	72.6	74.0	77.8	210.5	251.9	289.5
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	17.1%	17.1%	25.0%	10.2%	9.5%	12.7%	19.7%	14.9%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	36.9	31.1	39.9	40.7	40.2	119.7	138.4	152.0
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	34.1	34.0	32.7	33.2	37.6	90.8	113.5	137.5
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	120.2	141.1	204.3	223.6	338.7	378.1	689.3
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	69.3%	98.1%	95.8%	-33.3%	11.6%	82.3%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	35.0%	41.8%	44.5%	34.5%	33.5%	39.0%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	95.1	105.3	100.4	170.7	187.2	253.6	298.0	563.6
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	28.3%	177.1%	97.0%	-34.3%	17.5%	89.2%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	24.8%	28.2%	24.9%	35.0%	37.3%	25.8%	26.4%	31.9%

자료: 하나금융투자

셀트리온 목표주가 상향

목표주가 270,000원(상향), 투자의견 BUY

목표주가 270,000원(상향)
투자의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 270,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 올해 2분기 부터 론자 CMO 공장이 정상화되고, 3분기부터 매출 볼륨이 큰 폭으로 증가하면서 고정 비 성격의 판관비 비중이 감소할 것으로 예상되는 바, 목표주가 270,000원은 12개월 선행 순이익 6,800억원에, 글로벌 제네릭 넘버 1 회사인 테바사가 과거 제네릭 초기 시장에서 1st 제네릭 출시로 고성장을 보였던 시기의 PER을 고려하여 산정하였다. 1993년부터 1997년까지 1st 제네릭 출시로 영업이익률이 평균 20% 증가했었던 당시 테바사의 평균 PER은 37배 수준이었다. 셀트리온의 경우 제네릭의약품보다 시장 플레이어 수가 적고 영업이익률이 높은 바이오시밀러 개발사라는 점을 감안하여 프리미엄을 부과 PER 50배를 부여하여 산정하였다.

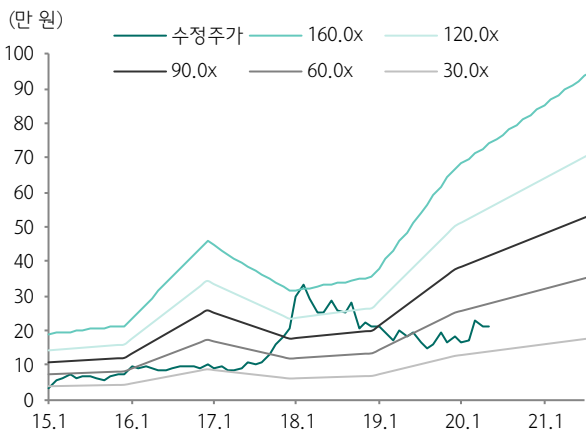
표 3. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	34,005.0	
12개월 선행 예상 순이익	680.1	
P/E	50	과거 테바사의 PER 참조
자사주(1,000주)	219.3	3개월 평균 주가
순부채	(311.8)	
적정자본가치	34,536.1	
주식 수(1,000주)	127,206	
적정주가	271,497	

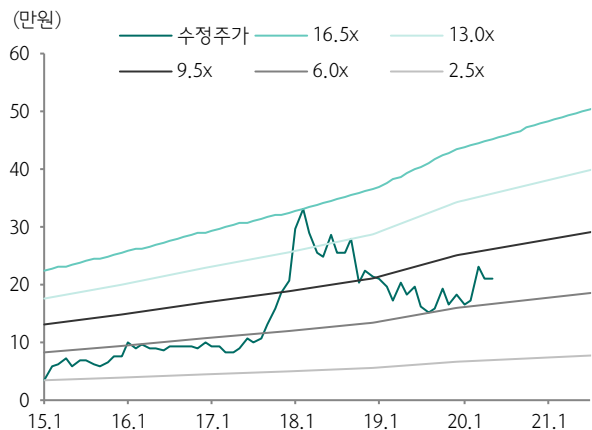
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



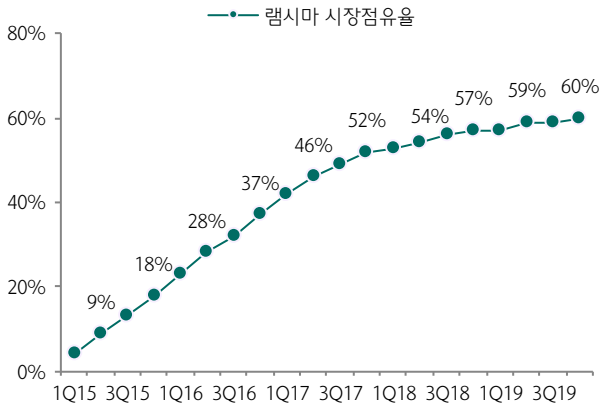
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



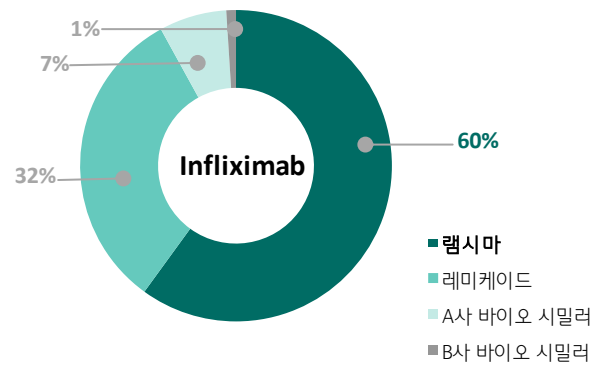
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



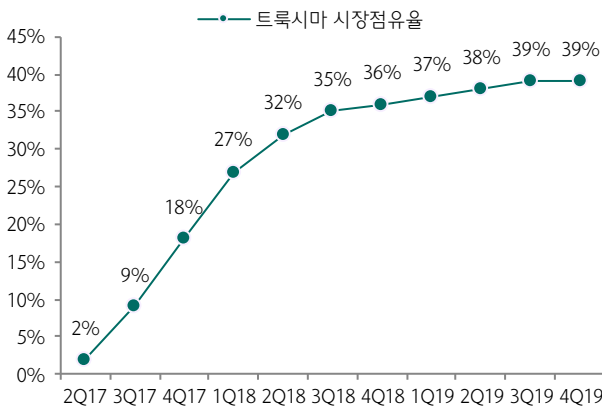
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



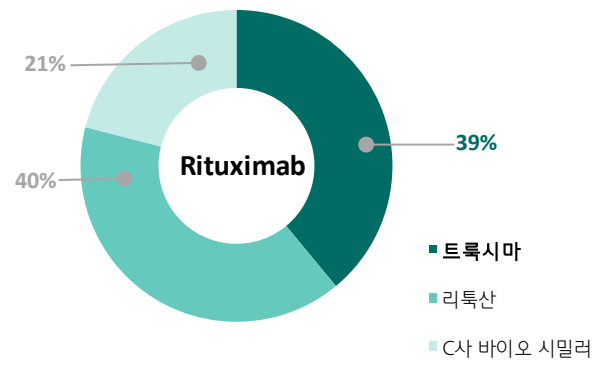
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 트룩시마 분기별 점유율



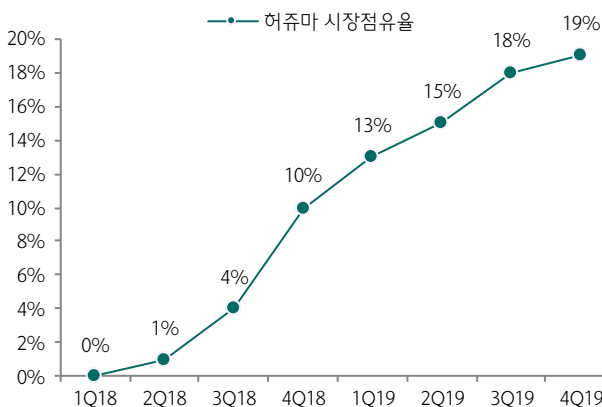
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 Rituximab 시장에서 트룩시마 점유율



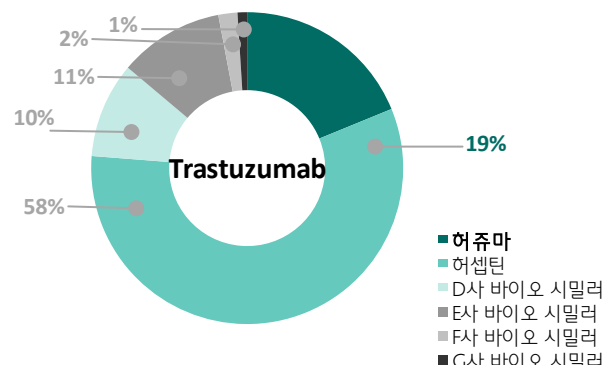
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



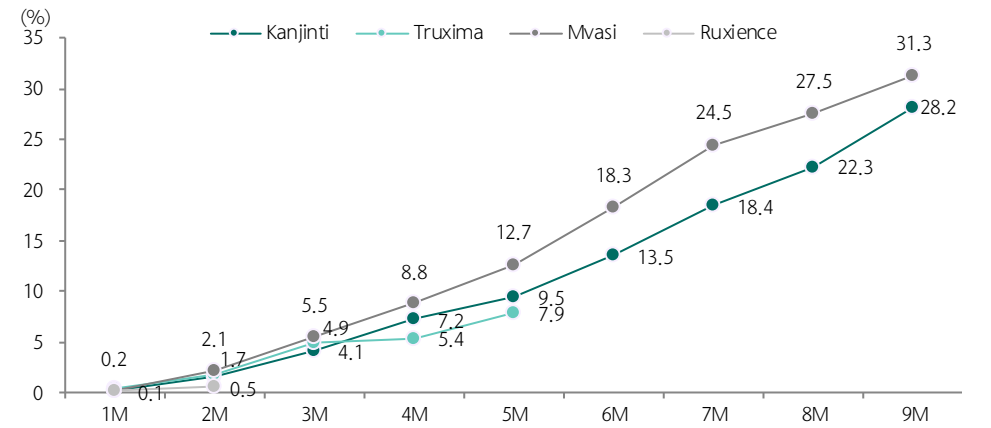
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



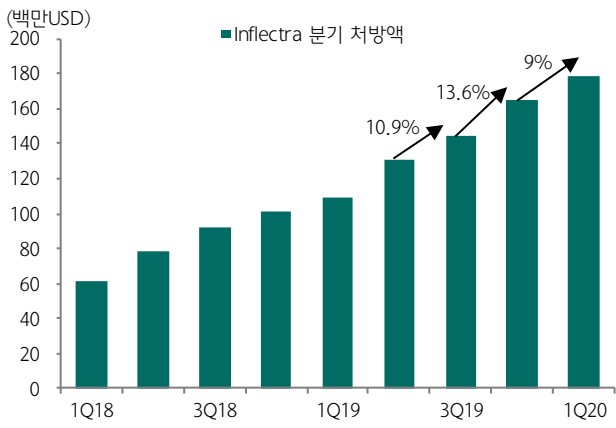
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 항암제 바이오시밀러의 오리지널 대비 처방액 비중 비교



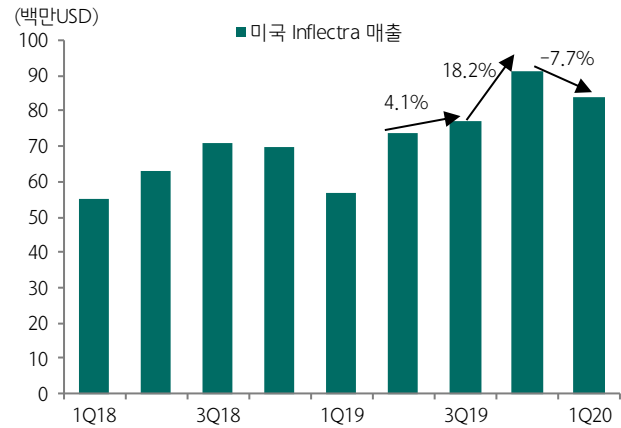
자료: 하나금융투자

그림 10. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



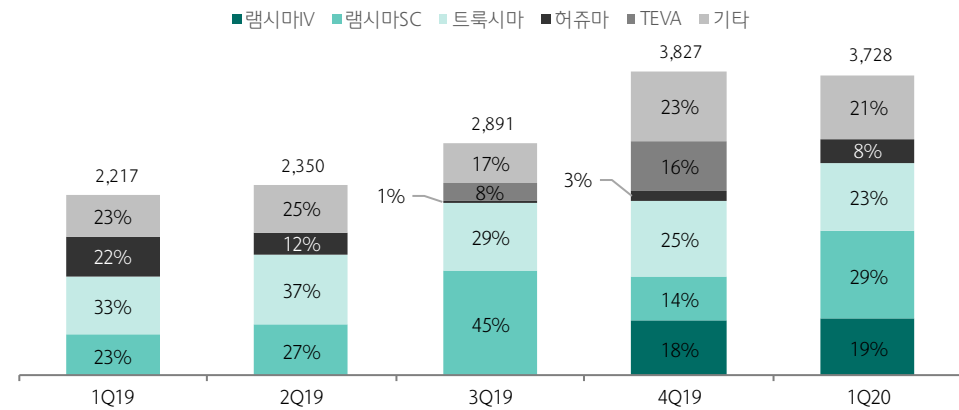
자료: 하나금융투자

그림 11. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

그림 12. 매출 구성 추이



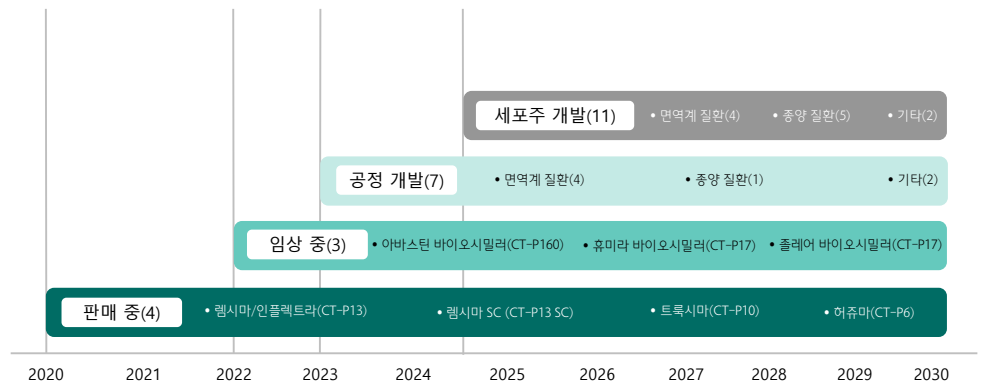
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적용증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	45.3	임상 3상 진행중	승인 (2019.11월)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	22.2	허가신청 준비중	허가 신청 완료 (2020.3월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	5.8	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

그림 13. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



자료: 셀트리온, 하나금융투자

추정 재무제표

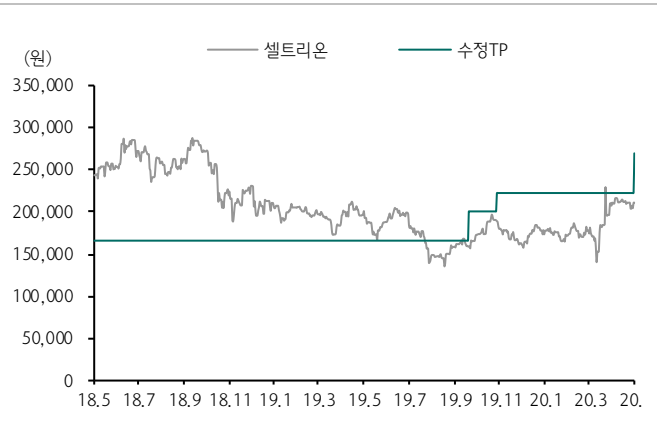
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,766.6	2,098.6	2,622.9
매출원가	432.9	498.4	787.8	856.9	1,049.2
매출총이익	549.2	630.1	978.8	1,241.7	1,573.7
판매비	210.5	252.0	289.5	332.3	386.8
영업이익	338.7	378.1	689.3	909.4	1,186.9
금융손익	3.5	3.4	7.1	9.8	17.7
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(2.4)	17.9	15.7	15.1
세전이익	317.7	378.6	713.2	934.9	1,219.6
법인세	64.2	80.6	149.6	194.6	256.4
계속사업이익	253.6	298.0	563.6	740.3	963.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	253.6	298.0	563.6	740.3	963.2
비지배주주지분 손이익	(8.3)	0.4	0.8	1.0	1.3
지배주주순이익	261.8	297.6	562.9	739.3	961.9
지배주주지분포괄이익	263.8	290.6	562.4	738.7	961.1
NOPAT	270.3	297.6	544.7	720.1	937.3
EBITDA	465.5	537.3	843.3	1,061.4	1,340.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.5	14.9	56.5	18.8	25.0
NOPAT증가율	(32.3)	10.1	83.0	32.2	30.2
EBITDA증가율	(23.2)	15.4	57.0	25.9	26.3
영업이익증가율	(33.3)	11.6	82.3	31.9	30.5
(지배주주)순이익증가율	(31.6)	13.7	89.1	31.3	30.1
EPS증가율	(31.7)	13.3	89.0	25.4	24.2
수익성(%)					
매출총이익률	55.9	55.8	55.4	59.2	60.0
EBITDA이익률	47.4	47.6	47.7	50.6	51.1
영업이익률	34.5	33.5	39.0	43.3	45.3
계속사업이익률	25.8	26.4	31.9	35.3	36.7
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,178	5,239	6,506
BPS	19,681	22,058	26,306	28,978	33,870
CFPS	3,503	4,183	6,323	7,596	9,158
EBITDAPS	3,470	3,993	6,260	7,521	9,067
SPS	7,321	8,386	13,114	14,870	17,741
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	108.9	81.9	50.4	40.2	32.4
PBR	10.8	8.2	8.0	7.3	6.2
PCFR	60.7	43.3	33.3	27.7	23.0
EV/EBITDA	60.2	43.2	33.4	26.1	20.2
PSR	29.0	21.6	16.1	14.2	11.9
재무비율(%)					
ROE	10.8	11.2	18.3	19.8	21.0
ROA	7.6	8.0	13.1	14.3	15.5
ROIC	10.2	10.5	17.2	20.4	23.9
부채비율	34.5	33.9	35.3	33.2	30.7
순부채비율	(0.6)	(4.4)	(8.9)	(19.3)	(26.2)
이자보상배율(배)	23.8	34.9	61.6	77.6	98.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,609.0	3,503.6	4,567.5
금융자산	532.4	627.8	793.8	1,347.2	1,872.4
현금성자산	410.5	546.1	666.0	1,195.3	1,682.6
매출채권 등	931.8	826.7	1,294.2	1,537.5	1,921.6
재고자산	163.1	308.9	483.6	574.5	718.1
기타유동자산	37.2	23.9	37.4	44.4	55.4
비유동자산	1,876.1	2,106.4	2,099.7	2,122.0	2,210.9
투자자산	47.0	65.5	92.9	107.2	129.8
금융자산	0.7	0.7	1.1	1.3	1.6
유형자산	881.4	923.6	917.4	932.5	987.2
무형자산	922.3	1,040.0	1,012.1	1,005.0	1,016.6
기타비유동자산	25.4	77.3	77.3	77.3	77.3
자산총계	3,540.6	3,893.7	4,708.8	5,625.6	6,778.3
유동부채	678.1	657.2	806.7	944.9	1,067.8
금융부채	413.6	356.3	352.8	419.5	422.4
매입채무 등	157.1	224.2	351.0	417.0	521.2
기타유동부채	107.4	76.7	102.9	108.4	124.2
비유동부채	229.8	329.5	421.9	458.8	525.4
금융부채	103.1	143.1	130.1	112.1	92.1
기타비유동부채	126.7	186.4	291.8	346.7	433.3
부채총계	907.8	986.7	1,228.6	1,403.7	1,593.3
지배주주지분	2,524.0	2,794.2	3,366.6	4,107.3	5,069.2
자본금	125.5	128.3	134.7	141.4	148.4
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
자본조정	(89.8)	(136.3)	(136.3)	(136.3)	(136.3)
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	12.6	14.0	14.0
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,553.4	3,286.0	4,240.9
비지배주주지분	108.8	112.8	113.6	114.6	115.9
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,931.6	3,476.4	4,151.1
순금융부채	82.8	(15.7)	(175.5)	(259.7)	(493.6)
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	298.1	667.0	765.5
당기순이익	253.6	298.0	563.6	740.3	963.2
조정	139.9	198.7	138.6	136.9	134.3
감가상각비	126.8	159.2	154.1	152.0	153.7
외환거래손익	(0.3)	2.8	(3.7)	0.2	0.6
지분법손익	0.5	(4.5)	0.0	0.0	0.0
기타	12.9	41.2	(11.8)	(15.3)	(20.0)
영업활동 자산부채 변동	(11.4)	(22.7)	(404.1)	(210.2)	(332.0)
투자활동 현금흐름	(193.1)	(251.4)	(179.0)	(180.5)	(254.1)
투자자산감소(증가)	(13.3)	(18.0)	(27.5)	(14.3)	(22.6)
유형자산감소(증가)	(79.1)	(91.7)	(40.0)	(60.0)	(100.0)
기타	(100.7)	(141.7)	(111.5)	(106.2)	(131.5)
재무활동 현금흐름	(198.1)	(85.9)	(28.0)	36.7	(29.5)
금융부채증가(감소)	(124.3)	(17.3)	(16.5)	48.8	(17.1)
자본증가(감소)	19.3	26.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.1)	(94.6)	(11.5)	(12.1)	(12.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.7)	135.6	119.8	529.3	487.3
Unlevered CFO	469.9	562.8	851.8	1,071.9	1,354.0
Free Cash Flow	302.7	379.7	258.1	607.0	665.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.11	BUY	270,000		
19.11.7	BUY	222,549	-18.88%	2.90%
19.9.30	BUY	200,581	-10.73%	-2.14%
17.9.19	BUY	165,618	32.35%	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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 8일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 5월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 05월 11일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.