



# 셀트리온 (068270)

글로벌 제약사로의 도약을 위해 다케다를 품다

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 350,000원

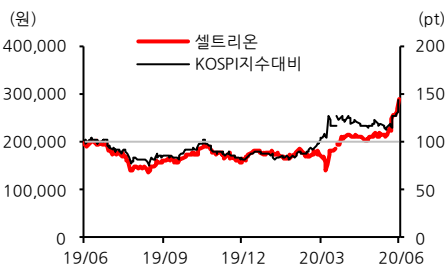
현재 주가(6/11)	288,000원
상승여력	▲21.5%
시가총액	388,625억원
발행주식수	134,939천주
52 주 최고가 / 최저가	288,000 / 135,153원
90 일 일평균 거래대금	3,845.89억원
외국인 지분율	21.0%
주주 구성	
셀트리온홀딩스 (외 69 인)	22.9%
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
IonInvestmentsB.V. (외 2 인)	7.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	36.8	64.6	83.3	49.3
상대수익률(KOSPI)	24.3	50.5	79.9	46.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	982	1,128	1,769	2,844
영업이익	339	378	715	1,177
EBITDA	465	537	887	1,357
지배주주순이익	262	298	589	955
EPS	1,961	2,217	4,372	7,089
순차입금	-16	-128	-143	-416
PER	108.4	81.6	65.9	40.6
PBR	11.3	8.7	11.5	9.0
EV/EBITDA	61.1	45.1	43.7	28.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	10.8	11.2	19.1	24.8

**주가 추이**



셀트리온이 일본의 다국적 제약업체 다케다의 당뇨, 고혈압 등의 주요제품이 포함된 Primary Care 사업부문을 양수하였습니다. 글로벌 제약사 셀트리온으로의 도약을 기대합니다.

**글로벌 제약사로의 도약을 위해 다케다를 품다**

셀트리온은 일본의 다국적 제약업체인 다케다의 APAC(아시아태평양) Primary Care 사업부문의 양수를 발표하였다. 다케다는 2018년 사이 어 인수 이후 현금 유동성 확보를 위하여 우량 사업부문 매각을 진행 하였으며, 이번 계약은 아시아 9개국에 당뇨, 고혈압 등의 오리지널 전 문약품과 6개 일반의약품 브랜드의 권리를 향후 셀트리온AP(가칭, 셀트리온 100% 자회사)가 양수하는 구조로 이루어져 있다. 양수금액 은 3,324억원이며 1,000억원은 자체자금, 나머지는 차입을 계획하고 있다. APAC 사업부문은 매출액 2,000억원에 이익률 20% 수준을 꾸준히 기록할 수 있는 안정적인 재무구조를 가지고 있으며, 거래 종료일은 2020년 4분기로 예상된다.

**이번 계약이 주는 의미**

셀트리온은 이번 계약으로 1)오리지널 제품으로 APAC 지역에서 안정 적인 매출을 창출하게 되며, 2)추후 특허만료 시 복합제를 개발하여 글 로벌 시장으로 진출이 가능하고, 3)제품의 다양화로 다양한 치료영역에 서 포트폴리오를 구축하게 되어 글로벌 제약사가 되기 위한 모습을 갖 추게 되었다. 향후 제품의 생산은 셀트리온제약이 담당하며, 가동률 상 승 및 생산 내재화를 통한 원가 경쟁력 확보하게 될 것이다. 글로벌 판 매는 셀트리온헬스케어가 담당하고, 기존 바이오시밀러 및 바이오메터, 그리고 복합제까지 다양한 라인업을 확충하여 영업역량을 확대할 것으 로 기대한다. 셀트리온은 양사에 생산과 판매에 대한 로열티를 지급할 것으로 예상된다.

**투자의견 Buy, 목표주가 350,000원 유지**

셀트리온에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원을 유지한다. 셀 트리온의 글로벌 제약업체로의 도약을 기대하며, 업종 내 최선호주 의 견 또한 유지한다.

[표1] 영업양수결정 주요 사항

주요 사항	내용			
1. 양수영업	Takeda 社の 아시아태평양지역(APAC) 프라이머리케어(Primary Care) 사업부문			
2. 주요 내용	Takeda 社の 아시아태평양지역(한국 포함 9개지역) 內 전문의약품 브랜드 12 개 및 일반의약품 브랜드 6개의 특허, 상표, 허가, 판매영업권 등			
3. 양수가액	332,401,520,000 원			
4. 재무내용		양수대상 영업부문(A, 십억 원)	당사전체(B, 십억 원)	비중(% A/B)
	자산액	366.52	3,893.69	9.41
	매출액	160.50	1,128.46	14.22
	부채액	14.84	986.73	1.5
5. 양수예정일자	2020.06.11(계약체결일)			
6. 양수대금지급	1) 지급형태 : 현금 지급 (USD) 2) 지급시기 - 양수대금: 양수도계약서에 기재된 계약조건이 충족 된 후 해당달 마지막 영업일에 지급 (USD 266,300 천) - 마일스톤: 각각의 마일스톤 지급 조건이 충족되 있을 경우 10 영업일 내 지급 (USD 12,000 천) 3) 지급조건 : - 양수대금: 일시불 지급, 계약서에 기재된 계약 조건 충족 후 지급 - 마일스톤: 마일스톤 지급 조건 (기술이전 및 생산지 변경 관련) 충족 후 지급 4) 자금조달방법 : 보유현금 및 차입 등을 통해 조달 예정			

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 셀트리온 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
<b>셀트리온(연결)</b>	<b>221.7</b>	<b>235.0</b>	<b>289.1</b>	<b>382.7</b>	<b>372.8</b>	<b>429.0</b>	<b>448.5</b>	<b>519.0</b>	<b>1,128.5</b>	<b>1,769.3</b>
YoY(%)	(9.5)	(10.8)	25.1	57.8	68.2	82.6	55.2	35.6	14.9	56.8
<b>셀트리온(별도)</b>	<b>191.5</b>	<b>192.4</b>	<b>248.2</b>	<b>326.0</b>	<b>345.7</b>	<b>380.0</b>	<b>396.5</b>	<b>457.1</b>	<b>958.1</b>	<b>1,579.3</b>
YoY(%)	(13.1)	(16.8)	24.5	54.5	80.5	97.5	59.8	40.2	11.2	64.8
램시마				68.9	70.8	70.9	47.7	55.0	68.9	244.5
램시마 SC	51.0	63.5	130.1	57.4	108.1	126.9	119.3	154.2	302.0	508.5
트룩시마	73.2	87.0	83.8	95.7	85.8	109.7	109.6	98.3	339.7	403.3
허쥬마	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	52.5	93.9	115.6	91.3	291.8
TEVA	0.0	0.0	23.1	61.2	0.0	0.0	53.0	54.0	84.4	107.0
기타 및 조정	11.0	13.8	3.1	36.0	35.3	20.0	(27.0)	(14.1)	63.9	14.2
<b>셀트리온계약</b>	<b>37.8</b>	<b>42.6</b>	<b>47.4</b>	<b>52.0</b>	<b>43.0</b>	<b>49.0</b>	<b>52.0</b>	<b>56.0</b>	<b>179.8</b>	<b>200.0</b>
YoY(%)	47.7	31.4	44.4	6.9	13.9	15.0	9.6	7.7	28.9	11.2
<b>영업이익</b>	<b>77.4</b>	<b>83.4</b>	<b>103.1</b>	<b>114.2</b>	<b>120.2</b>	<b>172.6</b>	<b>193.0</b>	<b>229.6</b>	<b>378.1</b>	<b>715.4</b>
YoY(%)	(32.9)	(21.2)	40.1	159.5	55.4	107.0	87.1	101.0	11.6	89.2
OPM(%)	34.9	35.5	35.7	29.8	32.2	40.2	43.0	44.2	33.5	40.4
<b>당기순이익</b>	<b>63.0</b>	<b>78.3</b>	<b>61.6</b>	<b>95.1</b>	<b>105.3</b>	<b>139.9</b>	<b>157.5</b>	<b>186.5</b>	<b>298.0</b>	<b>589.2</b>
YoY(%)	(22.7)	(2.2)	12.7	154.6	67.1	78.7	155.7	96.2	17.5	97.8
NPM(%)	28.4	33.3	21.3	24.8	28.2	32.4	35.1	35.9	26.4	33.3

자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 셀트리온 단일판매 및 공급계약 체결 공시 내용 요약

계약(수주)일자	품목	금액(원)	계약(수주)일자	품목	금액(원)
2011-01-17	허쥬마	293,040,000,000	2017-09-25	트록시마	77,000,000,000
2012-03-29	램시마 및 허쥬마	172,480,000,000	2017-10-25	트록시마	77,000,000,000
2012-09-26	램시마	85,140,000,000	2017-11-27	램시마	63,900,000,000
2012-12-13	램시마	99,349,689,450	2017-12-26	램시마 및 트록시마	69,250,000,000
2013-03-25	램시마	88,000,000,000	2018-03-20	램시마 및 트록시마	178,300,000,000
2013-11-27	트록시마	120,000,000,000	2018-05-11	트록시마	71,100,000,000
2014-09-24	램시마	80,000,000,000	2018-06-22	램시마 및 트록시마	144,600,000,000
2014-12-23	램시마	80,000,000,000	2018-08-30	트록시마	33,500,000,000
2015-02-10	램시마	77,136,524,750	2018-09-28	트록시마 및 허쥬마	151,400,000,000
2015-05-12	램시마	133,000,000,000	2018-12-28	허쥬마	176,000,000,000
2015-07-30	램시마	135,050,000,000	2019-02-27	트록시마 및 허쥬마	65,761,441,570
2015-12-15	램시마	119,212,047,750	2019-03-27	램시마SC, 트록시마, 허쥬마	102,201,262,950
2016-03-23	램시마	85,200,000,000	2019-04-23	트록시마 및 허쥬마	49,404,100,000
2016-06-21	램시마	145,550,000,000	2019-05-14	트록시마	25,200,000,000
2016-09-20	램시마	134,900,000,000	2019-06-26	허쥬마, 트록시마, 램시마SC	85,900,000,000
2017-01-26	램시마	53,250,000,000	2019-09-25	램시마SC, 트록시마	210,500,000,000
2017-02-23	램시마	56,800,000,000	2019-10-28	램시마SC, 트록시마, 허쥬마	32,700,000,000
2017-03-27	램시마	56,800,000,000	2019-12-23	램시마IV, 램시마SC, 트록시마	183,750,000,000
2017-04-20	램시마	60,350,000,000	2020-02-27	트록시마	35,000,000,000
2017-05-25	램시마	67,450,000,000	2020-03-09	램시마IV, 트록시마, 허쥬마	58,524,861,120
2017-06-22	램시마 및 트록시마	72,200,000,000	2020-03-31	램시마IV-SC, 트록시마, 허쥬마	200,350,000,000
2017-07-25	램시마 및 트록시마	51,500,000,000	2020-05-15	램시마IV, 트록시마	67,500,000,000
2017-08-17	램시마 및 트록시마	56,963,391,280	2020-06-05	램시마IV, 트록시마	86,000,000,000

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	949	982	1,128	1,769	2,844
매출총이익	695	549	630	1,024	1,674
영업이익	508	339	378	715	1,177
EBITDA	606	465	537	887	1,357
순이자손익	-9	-3	1	8	11
외화관련손익	-9	1	0	0	0
지분법손익	2	-1	5	-12	-12
세전계속사업손익	492	318	379	759	1,224
당기순이익	386	254	298	589	955
지배주주순이익	382	262	298	589	955
<b>증가율(%)</b>					
매출액	41.5	3.5	14.9	56.8	60.7
영업이익	103.4	-33.3	11.6	89.2	64.6
EBITDA	79.0	-23.2	15.4	65.1	53.0
순이익	114.0	-34.3	17.5	97.8	62.1
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	73.2	55.9	55.8	57.9	58.9
영업이익률	53.5	34.5	33.5	40.4	41.4
EBITDA 이익률	63.8	47.4	47.6	50.1	47.7
세전이익률	51.8	32.4	33.5	42.9	43.1
순이익률	40.7	25.8	26.4	33.3	33.6

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	497	382	474	276	658
당기순이익	386	254	298	589	955
자산상각비	98	127	159	172	179
운전자본증감	-69	-11	-23	-504	-499
매출채권 감소(증가)	-68	2	-8	-413	-449
재고자산 감소(증가)	-53	0	-174	-139	-153
매입채무 증가(감소)	0	0	22	-2	102
투자현금흐름	-245	-193	-251	-238	-387
유형자산처분(취득)	-21	-79	-92	-146	-238
무형자산 감소(증가)	-87	-126	-191	-129	-129
투자자산 감소(증가)	-138	18	47	42	-2
재무현금흐름	-96	-198	-86	58	350
차입금의 증가(감소)	-35	-124	-29	61	350
자본의 증가(감소)	10	15	19	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	605	470	563	797	1,157
(-)운전자본증가(감소)	17	12	-9	507	499
(-)설비투자	21	79	94	146	238
(+)자산매각	-87	-125	-189	-129	-129
Free Cash Flow	480	253	289	14	291
(-)기타투자	50	6	47	2	18
잉여현금	430	247	242	13	273
NOPLAT	399	270	298	555	918
(+) Dep	98	127	159	172	179
(-)운전자본투자	17	12	-9	507	499
(-)Capex	21	79	94	146	238
OpFCF	459	306	372	74	361

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,614	1,664	1,787	2,427	3,654
현금성자산	558	532	628	701	1,324
매출채권	831	931	826	1,262	1,711
재고자산	199	163	309	430	583
비유동자산	1,701	1,876	2,106	2,236	2,429
투자자산	47	72	143	148	154
유형자산	844	881	924	1,015	1,191
무형자산	810	922	1,040	1,073	1,084
<b>자산총계</b>	<b>3,316</b>	<b>3,541</b>	<b>3,894</b>	<b>4,663</b>	<b>6,083</b>
유동부채	617	678	657	774	1,229
매입채무	46	67	113	286	388
유동성이자부채	417	414	356	414	764
비유동부채	267	230	330	403	413
비유동이자부채	224	103	143	144	144
<b>부채총계</b>	<b>884</b>	<b>908</b>	<b>987</b>	<b>1,177</b>	<b>1,642</b>
자본금	123	125	128	135	135
자본잉여금	758	777	802	803	803
이익잉여금	1,450	1,702	1,997	2,579	3,534
자본조정	-21	-80	-133	-143	-143
자기주식	-51	-119	-177	-192	-192
<b>자본총계</b>	<b>2,432</b>	<b>2,633</b>	<b>2,907</b>	<b>3,486</b>	<b>4,441</b>

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,873	1,961	2,217	4,372	7,089
BPS	17,324	18,842	20,744	25,042	32,131
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,548	3,520	4,194	5,913	8,587
ROA(%)	12.1	7.6	8.0	13.8	17.8
ROE(%)	17.5	10.8	11.2	19.1	24.8
ROIC(%)	15.8	10.7	11.3	18.5	25.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	72.3	108.4	81.6	65.9	40.6
PBR	12.0	11.3	8.7	11.5	9.0
PSR	29.1	28.9	21.5	21.9	13.6
PCR	45.6	60.4	43.2	48.7	33.5
EV/EBITDA	45.8	61.1	45.1	43.7	28.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	36.3	34.5	33.9	33.8	37.0
Net debt/Equity	3.4	-0.6	-4.4	-4.1	-9.4
Net debt/EBITDA	13.7	-3.4	-23.9	-16.1	-30.7
유동비율	261.7	245.5	272.0	313.4	297.3
이자보상배율(배)	35.1	23.8	34.9	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	80.4	81.0	77.9	79.5	72.8
현금+투자자산	19.6	19.0	22.1	20.5	27.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	20.9	16.4	14.7	13.8	17.0
자기자본	79.1	83.6	85.3	86.2	83.0

[ Compliance Notice ]

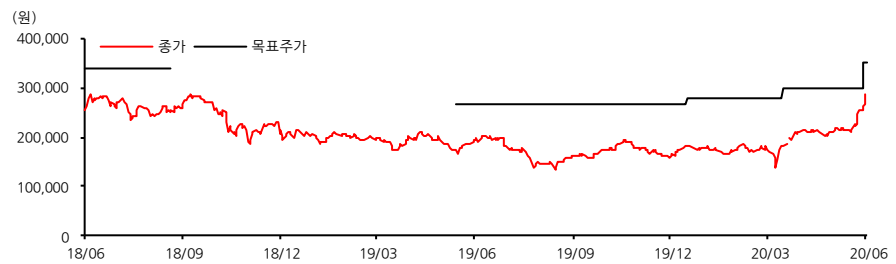
(공표일: 2020년 6월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 셀트리온 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2018.07.17	2019.05.24	2019.05.24	2019.06.11	2019.06.24
투자의견	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격		360,000	신재훈	280,000	280,000	280,000
일 시	2019.08.02	2019.09.24	2019.10.14	2019.11.07	2019.11.20	2020.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2020.02.20	2020.02.27	2020.03.26	2020.05.11	2020.06.09	2020.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	300,000	300,000	350,000	350,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.24	Buy	267,441	-35.35	-23.57
2020.03.26	Buy	300,000	-28.81	-14.50
2020.06.09	Buy	350,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%