

2020.08.10

셀트리온 (068270)

2Q20 실적 Review, 성장과 더불어, 이익률 개선 여지도 충분하다.

2분기 어닝 서프라이즈 실적 발표!

셀트리온의 연결기준 2분기 매출액은 4,288억원(yoy +82.5%), 영업이익은 1,818억원(yoy +118.0%, OPM 42.4%), 당기순이익 1,386억원(yoy +77.0%)을 기록하였다. 이는 컨센서스(매출액 3,946억원, 영업이익 1,487억원)를 각각 +8.7%, +22.3% 상회한 어닝서프라이즈 수준의 실적이며, 당사 추정치(매출액 4,093억원, 영업이익 1,770억원)도 상회하는 결과다. 영업이익률은 지난 '18년 2분기(41.1%)이래로 8개분기 만에 40%를 넘어섰다. 1분기(32.2%)보다 10%이상 크게 증가한 결과다. 이익률의 증대 이유는 고마진의 램시마SC 판매효과 및 1공장 증설 설비의 본격적인 가동으로 인해 생산효율이 개선되었기 때문으로 추정된다. 이번 실적발표에서 가장 중요한 것은 바이오시밀러 제품들의 판가가 지속적으로 감소함에도 불구하고, 생산원가 절감을 통해 이익률을 개선할 수 있는 room이 여전히 존재한다는 것을 확인한 것이다.

미래에도 지금과 같은 성장세 재현 가능.

미국에서 트룩시마 점유율은 16.4%까지 올라왔으며, 인플렉트라 점유율도 10.5%까지 올라왔다. 상당한 고성장 중이다. 특히 트룩시마의 고성장은 미국에서도 시밀러 사업이 해볼만 하다는 근거로 보인다. 고무적인 상황으로 판단된다. 내년에는 고농도 휴미라 시밀러가 출시된다. 뿐만 아니라 아바스틴 시밀러 CT-P16은 현재 임상 3상 중이며, 졸레어 시밀러 'CT-P39'는 올해 7월부터 임상 3상을 개시하였고, 스텔라라 시밀러 'CT-P43'은 올해 6월부터 임상 1상을 개시하였다. 졸레어와 스텔라라는 시장규모도 상당한데, 셀트리온이 first mover로 개발 중이다. 앞으로도 터질만한 아이템들이 즐비하다. 따라서 당장 보이지는 않지만, 올해와 같은 성장은 미래에도 몇 번이고 재현될 가능성이 높다.

투자의견 매수 및 목표가 380,000원 유지.

셀트리온에 대해 투자의견 매수 및 목표가 380,000원을 유지한다. 이번 실적으로 폭발적인 매출액 성장세와 더불어, 이익률 개선의 여지까지 있다는 것을 확인했다. 높은 PER 배수를 합리화할 만한 실적이다. 이제 주목해야 할 것은, 지금 수준의 실적이 얼마나 더 지속되느냐다. 매출액성장세와 이익률 개선이 앞으로도 몇 분기동안 이어진다면, 주가는 더 크게 상승할 가능성이 높다.

(십억원,연결)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,704.9	2,099.9	2,412.0
영업이익	338.7	378.1	609.7	820.2	895.4
영업이익률	34.5%	33.5%	35.8%	39.1%	37.1%
순이익[지배]	261.8	297.6	486.5	650.7	715.9
EPS(원)	1,952	2,211	3,607	4,823	5,305
PER(배)	108.9	81.9	87.2	65.2	59.3
PBR	11.2	8.7	12.8	10.7	9.1
EV/EVITA	62.3	43.1	53.7	43.2	40.1
ROE(%)	10.0%	10.8%	15.4%	17.5%	16.3%

자료: 셀트리온, 한양증권

매수

[유지]

목표주가(12M)	380,000원
현재주가(2020.08.07)	314,500원
상승여력	20.8%

Analyst 오병용

제약/바이오

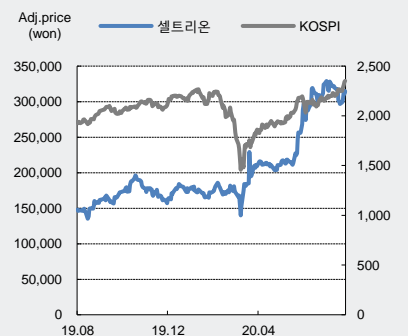
byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(08/07)	2,352P
KOSDAQ(08/07)	858P
현재주가(08/07)	314,500원
시가총액	42,438십억원
총발행주식수	13,494만주
120일 평균거래대금	3,582억원
52주 최고주가	339,500원
52주 최저주가	134,198원
유동주식비율	75.7%
외국인지분율(%)	21.21%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 68 인 (22.9%) 국민연금공단 (9.2%)

상대주가차트



[도표 1] 셀트리온 실적추정

(십억원, 연결기준)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	372.8	428.8	424.5	478.7	1,128.5	1,704.9	2,099.9
YoY(%)	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	46.9%	25.1%	14.9%	51.1%	23.2%
매출원가	88.7	93.5	118.8	197.4	187.5	189.1	178.5	259.6	498.4	814.6	965.4
YoY(%)	-0.1%	-12.4%	19.5%	43.2%	111.3%	102.2%	50.3%	31.5%	15.1%	63.4%	64.8%
원가율	40.0%	39.8%	41.1%	51.6%	50.3%	44.1%	42.0%	54.2%	44.2%	47.8%	48.8%
판매비	55.6	58.1	67.2	71.1	65.1	57.9	76.6	81.1	252.0	280.6	314.3
YoY(%)	40.3%	19.8%	8.8%	17.3%	17.1%	-0.4%	14.0%	14.0%	19.7%	11.4%	12.0%
판매비율(%)	25.1%	24.7%	23.2%	18.6%	17.5%	13.5%	18.0%	16.9%	22.3%	16.5%	15.0%
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	120.2	181.8	169.5	138.1	378.1	609.7	820.2
YoY(%)	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	64.3%	20.9%	22.7%	61.3%	34.5%
영업이익률(%)	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	39.9%	28.8%	33.5%	35.8%	39.1%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	95.1	105.3	138.6	133.7	109.3	298.0	486.9	651.4
YoY(%)	-29.4%	-7.5%	59.6%	144.5%	70.1%	110.7%	60.6%	33.8%	17.5%	63.4%	33.8%
당기순이익률	28.4%	33.3%	21.3%	24.8%	28.2%	32.3%	31.5%	22.8%	26.4%	28.6%	31.0%

자료 : 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	Balance sheet	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982	1,128	1,705	2,100	2,412	유동자산	1,664	1,787	2,456	3,241	4,073
매출원가	433	498	815	965	1,165	재고자산	163	309	467	575	660
매출총이익	549	630	890	1,134	1,247	단기금융자산	122	82	83	85	87
매출총이익률(%)	55.9%	55.8%	52.2%	54.0%	51.7%	매출채권및기타채권	932	827	1,249	1,538	1,767
판매비와관리비등	210	252	281	314	352	현금및현금성자산	411	546	642	1,033	1,553
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	1,876	2,106	1,950	1,827	1,720
영업이익	339	378	610	820	895	유형자산	881	924	869	819	774
영업이익률(%)	34.5%	33.5%	35.8%	39.1%	37.1%	무형자산	922	1,040	929	830	742
조정영업이익	339	378	610	820	895	투자자산	47	65	75	101	127
EBITDA	448	537	786	967	1,029	자산총계	3,541	3,894	4,406	5,068	5,793
EBITDA 마진율(%)	45.6%	47.5%	46.1%	46.1%	42.7%	유동부채	678	657	683	701	717
조정 EBITDA	465	537	775	969	1,029	단기차입금	258	298	298	298	298
순금융손익	4	3	9	13	24	매입채무및기타채무	157	224	250	268	284
이자손익	-3	1	11	15	24	비유동부채	230	330	330	330	330
외화관련손익	7	2	0	0	0	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-24	-2	13	1	1	장기차입금	103	140	140	140	140
종속기업및관계기업관련손익	-1	0	0	0	0	부채총계	908	987	1,012	1,031	1,046
법인세차감전계속사업손익	318	379	631	833	919	지배주주지분	2,524	2,794	3,281	3,925	4,634
당기순이익	254	298	486	651	716	자본금	125	128	135	135	135
당기순이익률(%)	25.8%	26.4%	28.5%	31.0%	29.7%	자본및이익잉여금	2,478	2,799	3,279	3,923	4,632
지배지분순이익	262	298	486	651	716	기타지분	-90	-136	-136	-136	-136
비지배지분순이익	-8	0	0	0	0	비지배지분	109	113	113	113	113
총포괄이익	256	291	486	651	716	자본총계	2,633	2,907	3,394	4,038	4,747

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	Valuation Indicator	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	382	474	135	455	583	Per Share (원)					
당기순이익	254	298	486	651	716	EPS(당기순이익 기준)	1,890	2,214	3,607	4,823	5,305
현금유출이없는비용및수익	216	265	328	345	341	EPS(지배순이익 기준)	1,952	2,211	3,607	4,823	5,305
유형자산감가상각비	41	48	55	50	45	BPS(자본총계 기준)	19,605	21,581	25,149	29,922	35,177
무형자산상각비	86	111	111	99	88	BPS(지배지분 기준)	18,916	20,920	24,534	29,350	34,653
기타	90	106	162	196	208	DPS(보통주)	20	50	50	50	50
영업활동관련자산부채변동	-11	-23	-546	-373	-295	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	2	-8	-422	-289	-229	PER(당기순이익 기준)	112.4	81.7	87.2	65.2	59.3
재고자산의감소	0	-174	-158	-108	-85	PER(지배순이익 기준)	108.9	81.9	87.2	65.2	59.3
매입채무및기타채무의증가	0	22	25	19	16	PBR(자본총계 기준)	10.8	8.4	12.5	10.5	8.9
기타	-13	137	9	5	4	PBR(지배지분 기준)	11.2	8.7	12.8	10.7	9.1
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-76	-66	-134	-168	-180	EV/EBITDA (발표 기준)	62.3	43.1	53.7	43.2	40.1
투자활동으로인한현금흐름	-193	-251	-1	-18	-18	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	-15	-19	-10	-27	-27	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	3	0	0	0	매출액증가율	3.5%	14.9%	51.1%	23.2%	14.9%
유형자산의 증가(CAPEX)	-79	-94	0	0	0	영업이익증가율	-33.3%	11.6%	61.3%	34.5%	9.2%
무형자산의 감소(증가)	-126	-191	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	-34.5%	17.1%	62.9%	33.7%	10.0%
단기금융자산의감소(증가)	17	40	-2	-2	-2	EPS(지배기준) 증가율	-31.7%	13.3%	63.1%	33.7%	10.0%
기타	-1	-1	-1	-1	-1	EBITDA(발표기준) 증가율	-25.3%	19.8%	46.5%	23.1%	6.4%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	10	11	11	11	11	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	-198	-86	-40	-46	-46	ROE(당기순이익 기준)	10.0%	10.8%	15.4%	17.5%	16.3%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROE(지배순이익 기준)	10.8%	11.2%	16.0%	18.1%	16.7%
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROIC	10.7%	11.0%	15.3%	19.0%	19.6%
자본의 증가(감소)	15	19	7	0	0	ROA	7.4%	8.0%	11.7%	13.7%	13.2%
기타	-193	-87	-29	-29	-29	배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-20	-17	-17	-17	-17	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	1	1	1	부채비율	34.5%	33.9%	29.8%	25.5%	22.0%
현금의 증가	-9	136	95	392	520	순차입금비용(자본총계 대비)	-0.6%	-4.4%	-6.6%	-15.3%	-24.0%
기초현금	419	411	546	642	1,033	이자보상비율	23.8%	34.9%	43.6%	58.7%	59.8%
기말현금	411	546	642	1,033	1,553						

자료 : 셀트리온, 한양증권



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
