

셀트리온 (068270)

제약/바이오



서미화

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

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (U)
현재주가 (8/7)	314,500원
상승여력	18%

시가총액	424,384억원
총발행주식수	134,939,385주
60일 평균 거래대금	3,844억원
60일 평균 거래량	1,341,370주
52주 고	329,000원
52주 저	135,153원
외인지분율	21.22%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 68인 22.87%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	54.2	121.7
상대	(6.2)	26.4	80.1
절대(달러환산)	2.9	59.4	127.4

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,288	82.5	15.0	3,960	8.3
영업이익	1,818	118.1	51.2	1,513	20.2
세전계속사업이익	1,806	110.8	30.5	1,488	21.4
지배순이익	1,379	78.7	31.4	1,254	10.0
영업이익률 (%)	42.4	+6.9 %pt	+10.2 %pt	38.2	+4.2 %pt
지배순이익률 (%)	32.2	-0.7 %pt	+4.1 %pt	31.7	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

2Q20 Review: 생산효율화로 인한 실적개선

매출액 4,288억원(YoY +82.5%), 영업이익 1,818억원(YoY +118.1%)

연결기준, 2분기 매출액 4,288억원(YoY +82.5%), 영업이익 1,818억원(YoY +118.1%)을 실현하였다. 유럽시장에서는 안정적인 점유율을 유지하고 있으며, 미국 시장에서 항암제 트룩시마와 허주마의 빠른 시장 침투로 매출액이 증가하였다. 1공장 증설 시설이 본격가동됨에 따라 생산 효율화 영향으로 영업이익(1,818억원)도 전년 동기 대비 118.1% 증가하여 컨센서스를 20.2% 상회하는 영업이익을 기록하였다. 42.4%의 이익률을 달성하며, 작년 외주 CMO(론자) 이용으로 인한 일시적 원가 상승 요인에 대한 우려는 해소되고 있는 것으로 보인다. 유럽 시장 점유율 (1Q20 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 57%, 트룩시마 40%, 허주마 19%)은 안정적으로 유지되고 있으며, 2분기 매출비중은 램시마IV 20%, 램시마SC(레미케이드 바이오 시밀러 피하주사형, 자가면역질환치료제) 21%, 트룩시마(리툭산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 28%, 허주마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 9%, 기타(용역매출, 자회사매출 등) 22%였다. 별도기준으로는 매출액 4,043억원(YoY +105.4%), 영업이익 1,895억원(YoY +141.1%)을 기록하였다.

투자의견 BUY, 목표주가 37만원으로 상향

투자의견 BUY유지하며, 목표주가는 37만원으로 상향하였다. 다케다 영업양수로 21년 매출액 1,600억원 증가가 가능하다고 판단하였으며, 당뇨, 고혈압 등 전문의약품의 도입으로 기존 제품 판매와의 시너지도 발생할 것으로 보인다. 2020년 EBITDA 8,179억원 추정하였으며, EV/EBITDA 54배(삼성바이오로직스, 바이오콘, 마일란 평균) 적용하였다. 19년 1분기부터 램시마SC에 대한 매출이 발생하여, 기존에 적용하였던 램시마SC제형에 대한 신약가치는 기업가치 산정에서 제외하였다. 자회사 셀트리온제약의 주가 상승으로 인해 기존 4,699억원에서 14,928억원으로 재반영하였다. 미국 트룩시마의 판매는 기존 자가면역치료제 램시마 보다 빠른 점유율을 보이고 있으며, 램시마SC의 매출 또한 확대될 것으로 예상된다. 램시마SC의 성공적인 유럽 안착 및 트룩시마, 허주마의 미국 매출 확대가 중요할 것으로 판단된다. 램시마SC는 2월 판매가 개시되었으며 직판 네트워크 구축이 활발히 이뤄지고 있다. 미국은 임상 3상 진행 중으로 22년 출시를 목표로 하고 있다.

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	9,821	11,285	16,870	20,971
영업이익	3,387	3,781	6,510	8,501
지배순이익	2,618	2,976	5,221	6,784
PER	132.8	82.2	81.3	62.6
PBR	13.7	8.7	12.7	11.5
EV/EBITDA	74.0	45.0	51.4	41.9
ROE	10.8	11.2	17.1	19.4

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	2Q20P	QoQ	1Q20	YoY	2Q19
매출액	4,288	15.0%	3,728	82.5%	2,350
영업이익	1,818	51.2%	1,202	118.1%	834
세전이익	1,806	30.5%	1,384	110.7%	857
당기순이익	1,386	31.6%	1,053	77.0%	783

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

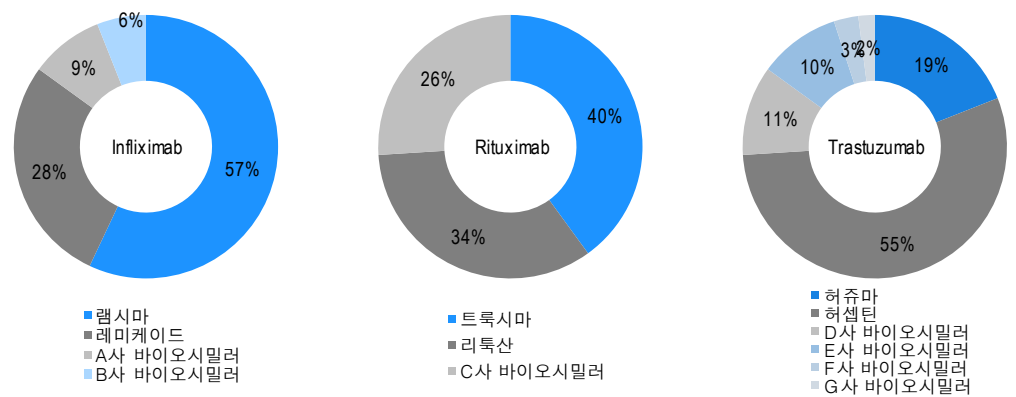
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	2,217	2,350	2,891	3,827	3,728	4,288	4,175	4,678	11,285	16,870	20,971
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	44.4%	22.2%	14.9%	49.5%	24.3%
영업이익	774	834	1,031	1,142	1,202	1,818	1,712	1,778	3,781	6,510	8,501
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	66.0%	55.7%	11.6%	72.2%	30.6%
영업이익률	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	41.0%	38.0%	33.5%	38.6%	40.5%
세전순이익	814	857	1,068	1,047	1,384	1,806	1,734	1,811	3,786	6,735	8,618
YoY	-29.4%	-7.5%	59.6%	144.5%	70.1%	110.7%	62.3%	73.1%	19.1%	77.9%	27.9%
당기순이익	630	783	616	951	1,053	1,386	1,370	1,431	2,980	5,240	6,808
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	77.0%	122.4%	50.5%	17.5%	75.8%	29.9%

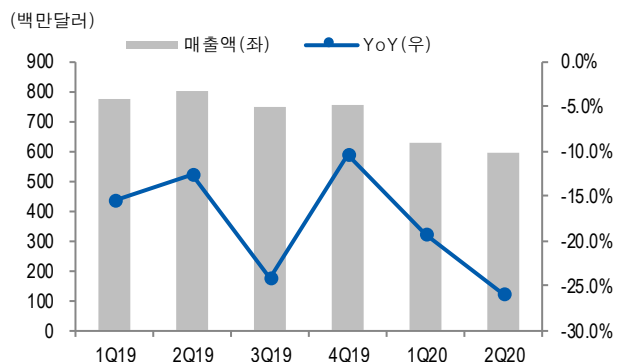
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2020년 1분기)



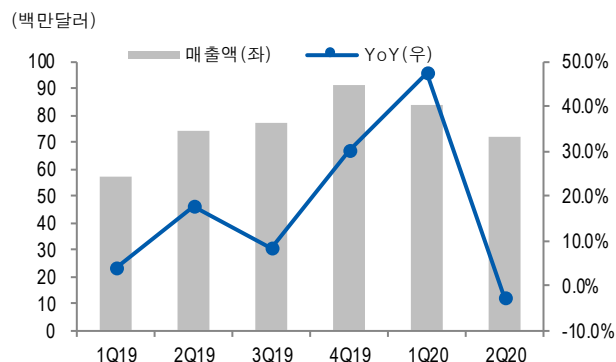
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국 Remicade 매출 추이



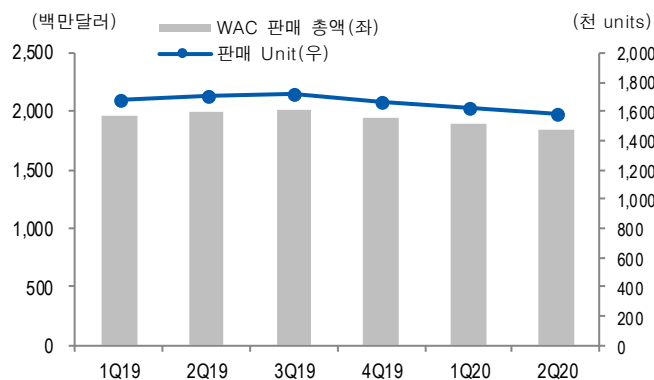
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Inflectra 매출 추이



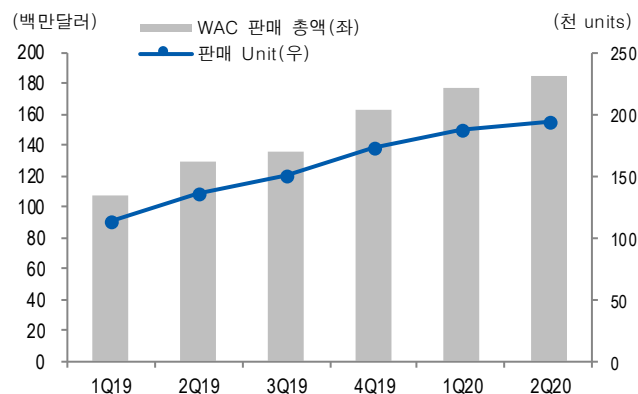
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Remicade 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Inflectra 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 셀트리온 valuation

(단위: 억원)

1. 영업가치	444,113
2020F EBITDA	8,179
EV/EBITDA	54
2. 비영업가치	14,928
셀트리온 제약	30% 할인 적용
	14,928
3. 순현금	1,347
유통주식(천주)	125,396
기업가치(1+2+3)	460,388
적정주가(원)	367,147

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,821	11,285	16,870	20,971	24,545
매출원가	4,329	4,984	7,843	9,493	11,111
매출총이익	5,492	6,300	9,026	11,478	13,434
판매비	2,105	2,520	2,516	2,977	3,314
영업이익	3,387	3,781	6,510	8,501	10,120
EBITDA	4,655	5,373	8,179	10,003	11,445
영업외손익	-210	5	225	116	273
외환관련손익	13	5	0	0	0
이자손익	-34	12	58	116	273
관계기업관련손익	-5	-5	-30	0	0
기타	-183	-7	197	0	0
법인세비용차감전순손익	3,177	3,786	6,736	8,618	10,394
법인세비용	642	806	1,496	1,810	2,183
계속사업순손익	2,536	2,980	5,240	6,808	8,211
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,536	2,980	5,240	6,808	8,211
지배지분순이익	2,618	2,976	5,221	6,784	8,182
포괄순이익	2,556	2,912	5,363	6,931	8,334
지배지분포괄이익	2,638	2,906	5,337	6,898	8,294

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,821	4,740	4,845	6,198	8,886
당기순이익	2,536	2,980	5,240	6,808	8,211
감가상각비	411	484	536	487	449
외환손익	-3	28	-60	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	5	30	0	0
자산부채의 증감	-114	-227	-2,155	-2,108	-646
기타현금흐름	986	1,471	1,254	1,011	872
투자활동 현금흐름	-1,931	-2,514	-80	26	26
투자자산	-130	-279	58	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-794	-943	-293	0	0
유형자산 감소	3	26	0	0	0
기타현금흐름	-1,010	-1,318	155	26	26
재무활동 현금흐름	-1,981	-859	-849	-1,078	-1,078
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	146	186	6	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2,127	-1,045	-855	-1,078	-1,078
연결범위변동 등 기타	5	-10	210	-3,495	-267
현금의 증감	-87	1,356	4,126	1,650	7,567
기초 현금	4,192	4,105	5,461	9,587	11,237
기말 현금	4,105	5,461	9,587	11,237	18,804
NOPLAT	3,387	3,781	6,510	8,501	10,120
FCF	3,062	3,398	4,286	6,109	8,674

자료: 유안타증권

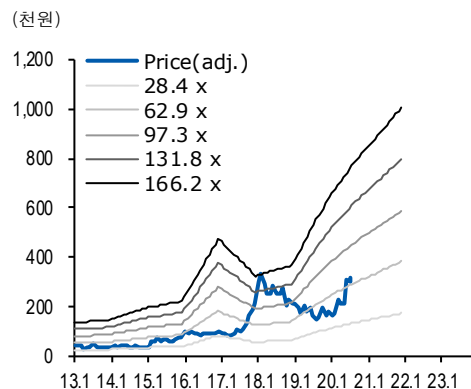
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	16,645	17,873	26,178	31,341	42,132
현금및현금성자산	4,105	5,461	9,587	11,237	18,804
매출채권 및 기타채권	9,318	8,267	11,776	14,432	16,834
재고자산	1,631	3,089	3,966	4,823	5,645
비유동자산	18,761	21,064	20,228	18,727	17,402
유형자산	8,814	9,236	8,985	8,498	8,049
관계기업등 지분관련자산	280	478	391	391	391
기타투자자산	190	176	211	211	211
자산총계	35,406	38,937	46,406	50,068	59,534
유동부채	6,781	6,572	7,941	8,052	9,336
매입채무 및 기타채무	1,571	2,242	3,680	3,790	5,075
단기차입금	2,585	2,980	2,998	2,998	2,998
유동성장기부채	1,550	520	520	520	520
비유동부채	2,298	3,295	3,952	3,952	3,952
장기차입금	1,031	1,395	1,400	1,400	1,400
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,078	9,867	11,893	12,004	13,288
지배지분	25,240	27,942	33,189	36,603	44,786
자본금	1,255	1,283	1,349	1,349	1,349
자본잉여금	7,766	8,022	8,026	8,026	8,026
이익잉여금	17,018	19,969	25,126	28,417	36,600
비지배지분	1,088	1,128	1,324	1,461	1,461
자본총계	26,328	29,070	34,513	38,064	46,246
순차입금	-158	-1,347	-5,144	-6,795	-14,361
총차입금	5,166	4,932	4,961	4,961	4,961

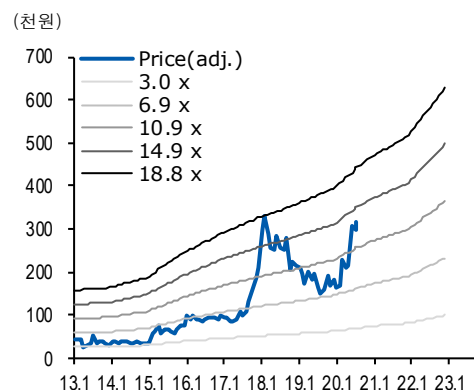
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,950	2,209	3,869	5,027	6,064
BPS	18,924	20,928	24,819	27,372	33,490
EBITDAPS	3,714	4,190	6,061	7,413	8,482
SPS	7,321	8,386	12,502	15,541	18,190
DPS	0	0	0	0	0
PER	132.8	82.2	81.3	62.6	51.9
PBR	13.7	8.7	12.7	11.5	9.4
EV/EBITDA	74.0	45.0	51.4	41.9	36.0
PSR	35.4	21.7	25.2	20.2	17.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	3.5	14.9	49.5	24.3	17.0
영업이익 증가율 (%)	-33.3	11.6	72.2	30.6	19.0
지배순이익 증가율 (%)	-31.5	13.6	75.5	29.9	20.6
매출총이익률 (%)	55.9	55.8	53.5	54.7	54.7
영업이익률 (%)	34.5	33.5	38.6	40.5	41.2
지배순이익률 (%)	26.7	26.4	30.9	32.3	33.3
EBITDA 마진 (%)	47.4	47.6	48.5	47.7	46.6
ROIC	10.4	10.8	17.3	21.4	24.5
ROA	7.6	8.0	12.2	14.1	14.9
ROE	10.8	11.2	17.1	19.4	20.1
부채비율 (%)	34.5	33.9	34.5	31.5	28.7
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-4.8	-15.5	-18.6	-32.1
영업이익/금융비용 (배)	23.8	34.9	63.1	68.0	80.9

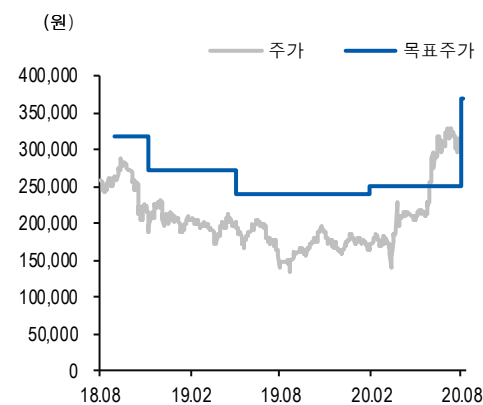
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-10	BUY	370,000	1년		
2020-05-09	1년 경과 이후		1년	17.08	37.78
2019-05-09	BUY	238,786	1년	-16.85	37.78
2018-11-12	BUY	272,133	1년	-31.17	-15.34
2018-09-06	BUY	319,052	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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-08

※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.