

셀트리온 (068270)

셀트리온 고성장과 고마진 두 마리 토끼를 잡다

이것이 공장 비즈니스의 마진율이다

셀트리온의 2분기 별도기준 영업이익은 1,895억원으로 이는 전년 대비 약 141% 성장한 수치이며 영업이익률은 무려 46.9%에 이르는 서프라이즈한 실적이었다. 영업이익률은 전분기 대비 10.4%p나 증가했는데, 이와 같이 마진율이 개선된 이유는 바로 증설한 1공장 가동이 정상화되면서 가동률이 증가했기 때문이다. 별도기준으로 2019년 1,2,3분기 약 40% OPM을 달성했던 셀트리온은 4분기 9%p 가까이 하락하며 31% 마진율을 기록했다. 당시 이익률 훼손의 사유는 신규로 5만리터 증설한 1공장 가동이 시작되었으나 아직 가동률은 낮았고, 론자 CMO 공장에서 램시마 IV를 위탁생산하기 시작, tech transfer와 관련한 비용들이 발생했기 때문으로 언급하였다. 그러나 1공장 가동률이 올라가게 되면 이익률이 개선될 수 있을 것으로 기대되었으며, 이번 분기 그 기대가 현실화된 것으로 볼 수 있다. 생산라인 교체나 정기보수와 같은 이슈만 없다면 향후 셀트리온의 별도기준 영업이익률은 45% 이상 달성 가능할 것으로 기대된다.

그래봤자 바이오시밀러라는 우려의 시선

그러나 셀트리온의 개발 및 생산 품목이 신약이 아닌 바이오시밀러라는 점은 지속적인 고성장과 고마진 유지 여부에 있어서 분명 우려의 시선이 존재한다. 올해 1분기 유럽시장에서의 램시마 점유율은 작년 4분기 60% 대비 3%p 감소하였다. 바이오시밀러 특성 상 60% 이상 시장을 점유하기에는 한계가 있으며 가격 또한 후발주자들의 등장 등으로 매년 상승하기 어려운 구조이다. 결국 P와 Q가 동시에 감소하면서, 신제품이 출시되지 않는다면 바이오시밀러는 어느 순간 매년 역성장할 수 밖에 없는 구조라고 할 수 있다. 가격하락은 마진율 감소로 이어질 수 있다. 그러나 셀트리온은 titer improvement를 통해 생산 수율을 향상시키는 작업을 진행하고 있으며, 이를 통해 램시마처럼 출시된 지 오래된 제품들에 대해서도 지속적으로 고마진을 유지할 수 있을 것으로 기대된다.

1st 바이오시밀러 출시로 지속가능한 고성장

램시마와 트룩시마가 시장 비중을 확대할 수 있었던 것은 1st 바이오시밀러라는 점 때문이다. 램시마는 유럽에서 60%에 가까운 점유율을 보이고 있으며, 트룩시마의 경우에도 처방액 기준으로 미국시장에서 출시 9개월 차 18.1% 점유율을 보이고 있다. 그러나 후발주자인 화이자사의 룩시엔스의 경우 출시 6개월 짜 아직 4.8%의 점유율에 불과한 상황이다. 허셉틴의 바이오시밀러는 미국시장에서 4개 제품이 출시되어 있으나, 이중 암젠사의 칸진티만 출시 13개월 차 30% 점유율을 달성했을 뿐 다른 3개의 바이오시밀러는 유의미한 시장 점유율을 보여주지 못하고 있다. 이것은 아바스틴 바이오시밀러에도 해당되는데, 1st 바이오시밀러인 엠바시(Mvasi)는 13개월 차 40%에 육박하는 점유율을 기록하고 있지만 이 보다 3개월 늦게 출시한 자이라베브(Zirabev)는 출시 8개월 차임에도 불구하고 4.3%로 점유율이 미미하다. 셀트리온의 경우 현재 천식치료제인 졸레어의 바이오시밀러 임상 3상을 올해 7월 개시했으며, 자가면역질환 치료제인 스텔라라의 바이오시밀러 임상 1상을 올해 6월 개시, 두 품목 모두 big player로는 1st로 개발 중이다. 제 2의 램시마와 트룩시마를 기대, 향후 꾸준한 고성장 지속도 가능할 것으로 전망된다.

Update

BUY

| TP(12M): 363,000원 | CP(8월 31일): 297,000원

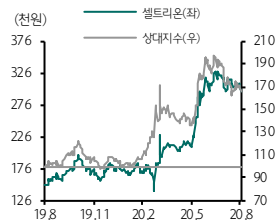
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,326.17
52주 최고/최저(원)	329,000/140,000
시가총액(십억원)	40,093.1
시가총액비중(%)	3.33
발행주식수(천주)	134,993.7
60일 평균 거래량(천주)	1,291.9
60일 평균 거래대금(십억원)	393.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.32
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 68 인	22.85
국민연금공단	9.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.2 74.7 98.1
상대	(3.1) 49.2 67.5

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,740.8	2,202.0
영업이익(십억원)	689.8	925.0
순이익(십억원)	551.8	732.7
EPS(원)	4,133	5,500
BPS(원)	25,129	30,672

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	982.1	1,128.5	1,818.2	2,161.9	2,836.8
영업이익	십억원	338.7	378.1	737.2	981.8	1,357.7
세전이익	십억원	317.7	378.6	761.2	1,007.8	1,391.6
순이익	십억원	261.8	297.6	600.7	796.9	1,097.5
EPS	원	1,952	2,211	4,454	5,637	7,410
증감률	%	(31.7)	13.3	101.4	26.6	31.5
PER	배	108.87	81.86	66.68	52.69	40.08
PBR	배	10.80	8.21	11.19	10.04	8.41
EV/EBITDA	배	60.17	43.21	44.76	34.70	25.65
ROE	%	10.84	11.19	19.38	20.95	23.10
BPS	원	19,681	22,058	26,542	29,573	35,302
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

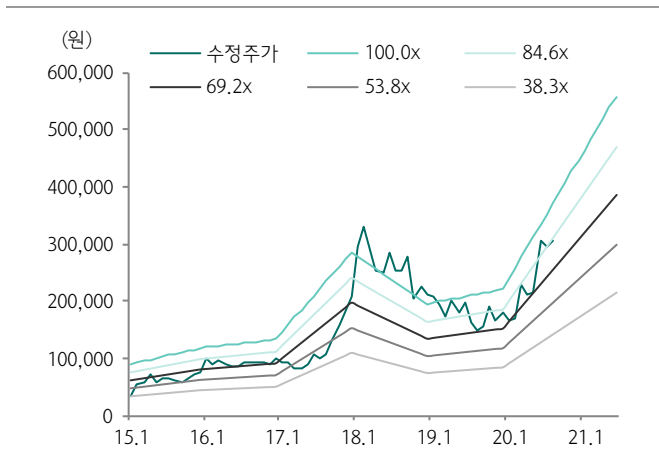
표 1. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	372.8	428.8	512.8	503.7	1,128.5	1,818.2	2,161.9
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	77.4%	31.6%	14.9%	61.1%	18.9%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	345.4	345.7	404.3	454.0	452.0	981.9	1,656.0	1,911.9
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	63.7%	80.5%	105.4%	82.9%	30.9%	13.9%	68.7%	15.5%
램시마				68.9	70.8	80.9	100.0	120.0	68.9	371.7	455.3
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	57.4	108.1	84.9	91.1	97.6	301.9	381.7	473.4
트룩시마	73.2	86.9	83.8	95.7	85.7	113.2	117.4	124.4	339.6	440.7	517.4
허쥬마	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	36.4	31.8	34.4	91.3	132.5	160.6
TEVA			23.1	61.2			65.6	50.0	84.4	115.6	135.0
기타	18.6	18.2	8.3	50.7	51.2	88.9	80.0	60.0	95.8	280.1	295.0
셀트리온제약(별도)	37.8	42.6	47.4	44.9	44.1	24.5	58.8	59.2	172.7	186.6	274.4
YoY	47.7%	31.5%	44.4%	-7.8%	16.7%	-42.5%	24.0%	32.0%	23.8%	8.1%	47.0%
기타 및 연결조정	(7.6)	(4.5)	(6.6)	(7.5)	(16.9)	0.0	0.0	(7.5)	(26.1)	(24.4)	(24.4)
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	185.4	239.7	292.3	292.2	629.9	1,009.5	1,284.6
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	77.0%	39.4%	69.5%	71.6%	57.7%	14.7%	60.3%	27.3%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	48.4%	49.7%	55.9%	57.0%	58.0%	55.8%	55.5%	59.4%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	65.1	57.9	74.0	75.4	251.9	272.3	302.8
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	17.1%	17.1%	-0.4%	10.2%	6.1%	19.7%	8.1%	11.2%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	36.9	31.2	29.5	40.7	40.2	138.4	141.6	158.3
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	34.1	34.0	28.3	33.2	35.2	113.5	130.7	144.5
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	120.2	181.8	218.3	216.8	378.1	737.2	981.8
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	111.7%	89.8%	11.6%	95.0%	33.2%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	42.6%	43.0%	33.5%	40.5%	45.4%
셀트리온(별도)	75.9	78.6	98.2	107.2	126.2	189.5	211.9	209.7	359.9	737.3	948.4
YoY	-35.0%	-28.0%	41.4%	170.8%	66.4%	141.1%	115.7%	95.6%	7.4%	104.8%	28.6%
OPM	39.6%	39.9%	39.6%	31.0%	36.5%	46.9%	46.7%	46.4%	36.7%	44.5%	49.6%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	95.1	105.3	138.6	182.1	175.5	298.0	601.5	798.0
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	77.0%	195.7%	84.6%	17.5%	101.9%	32.7%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	24.8%	28.2%	32.3%	35.5%	34.8%	26.4%	33.1%	36.9%

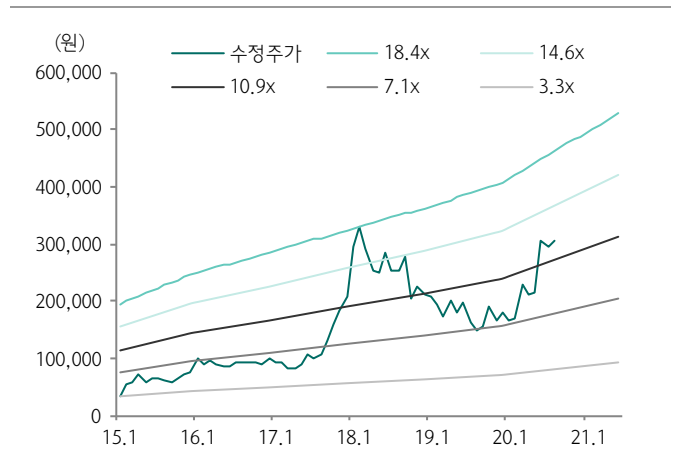
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



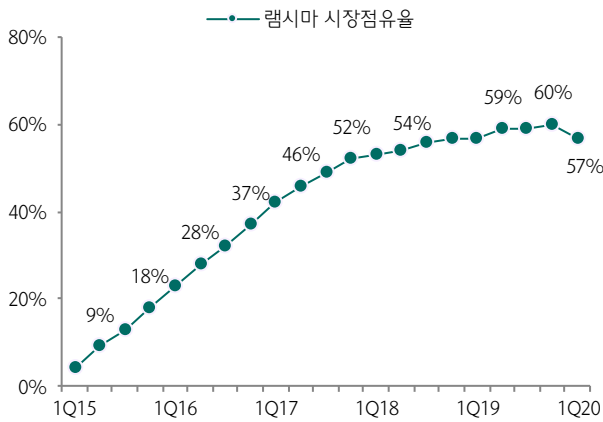
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



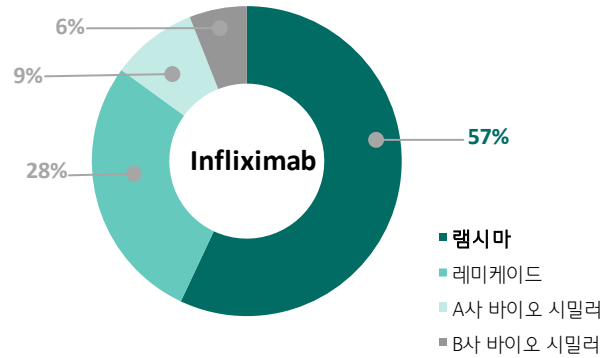
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



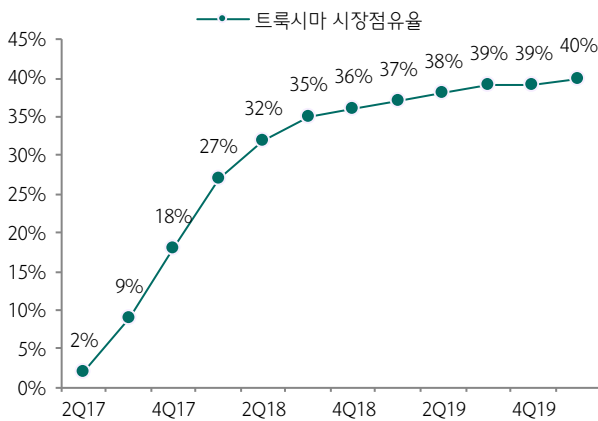
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



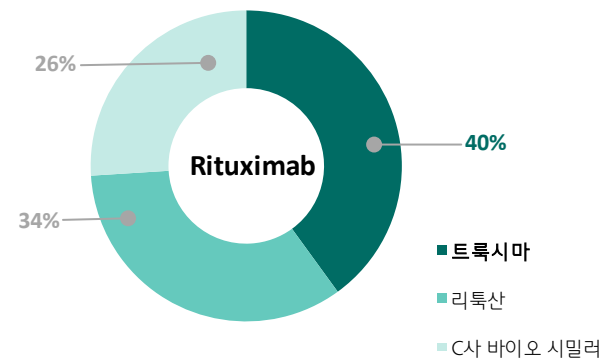
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 트록시마 분기별 점유율



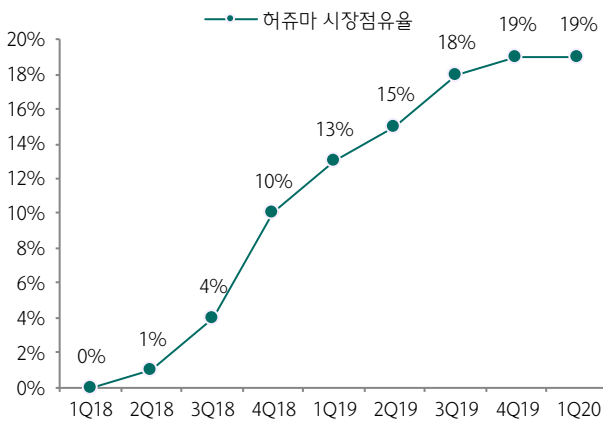
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 Rituximab 시장에서 트록시마 점유율



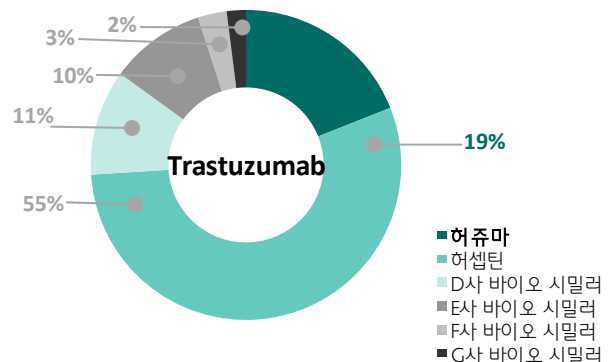
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



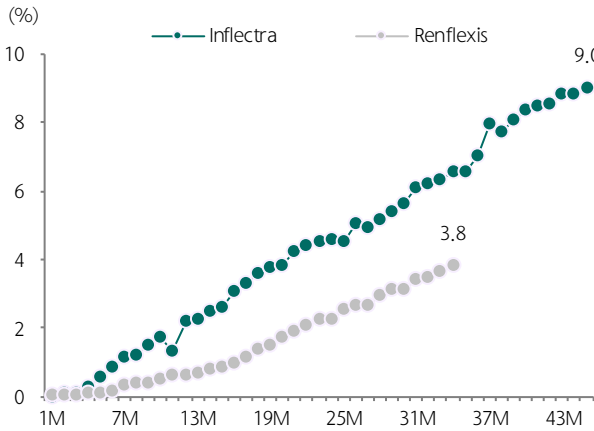
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



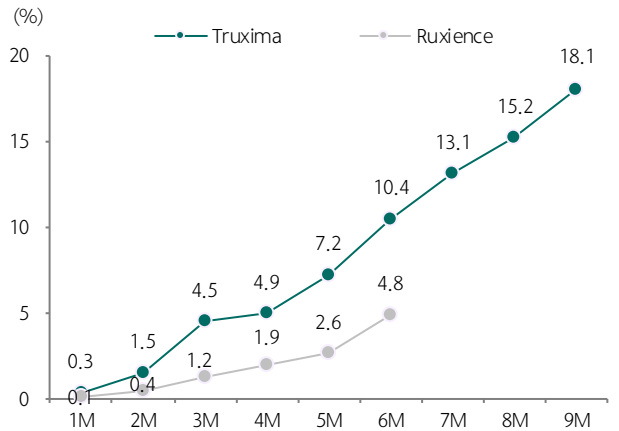
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 미국시장에서 레미케이드 바이오시밀러 시장 점유율 추이



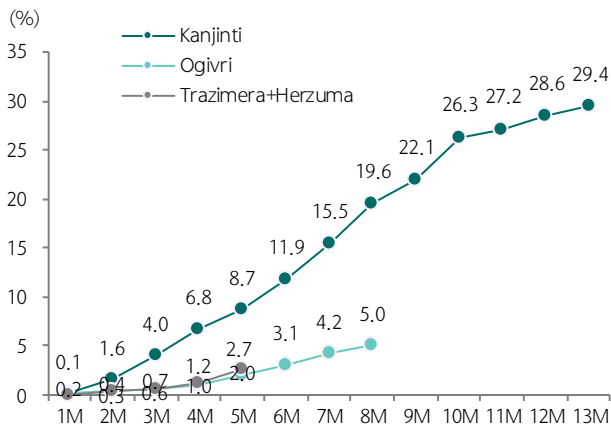
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 10. 미국시장에서 리톡산 바이오시밀러 시장 점유율 추이



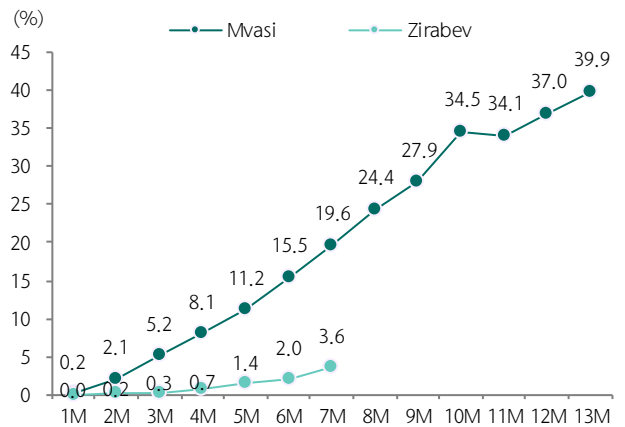
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 11. 미국시장에서 허셉틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 12. 미국시장에서 아바스틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



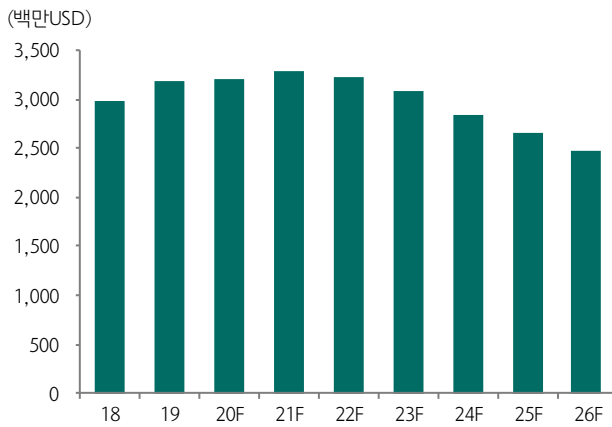
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

표 2. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	46.8	임상 3상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	허가 신청 (2020.3월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	6.4	글로벌 임상 3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.1	글로벌 임상 3상 개시 (2020.07~)	
CT-P43	스텔라라 (Ustekinumab)	Johnson & Johnson	자가면역질환	8.7	글로벌 임상 1상 개시 (2020.06~)	

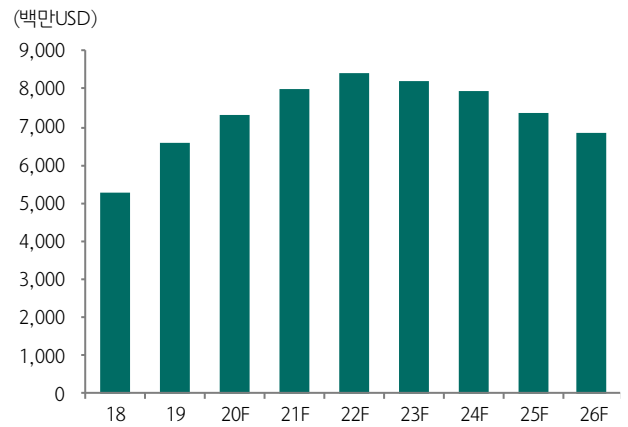
자료: 하나금융투자

그림 13. 졸레어 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 14. 스텔라라 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 3. 졸레어 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 3상 진입	2020년 7월 임상 3상 진입
Biosana Pharma	임상 1상 종료	2021년 임상 3상 진입 예정
Glenmark Pharmaceuticals	임상 1상 종료	임상 3상 진입 전 파트너사 결정 예정
Sorrento Therapeutics	중국 내 임상 3상 종료	파트너사 Mabtech와 개발 중

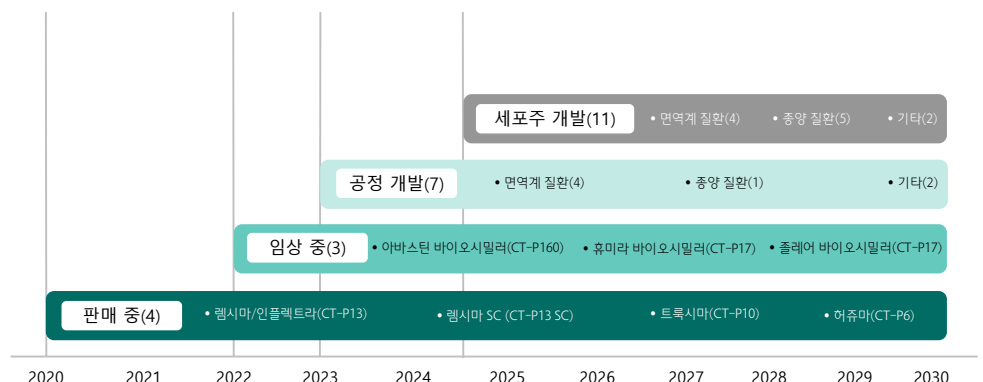
자료: 하나금융투자

표 4. 스텔라라 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 1상 진입	2020년 6월 임상 1상 진입
Meiji Seika Pharma	임상 1상 진입	2019년 12월 임상 1상 진입
NeuClone	임상 1상 중간 결과 발표	2020년 3분기 임상 1상 최종 결과 발표
Formycon	임상 1상 진입	2020년 3분기 임상 3상 진입 예정
Bio-Thera Solution	NMPA(중국)로부터 임상 1상 시험 계획 승인	-
Alvotech	전임상	2019년 5월 Fuji Pharma와 스텔라라 바이오시밀러 독점 공급 계약

자료: 하나금융투자

그림 15. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



자료: 셀트리온, 하나금융투자

추정 재무제표

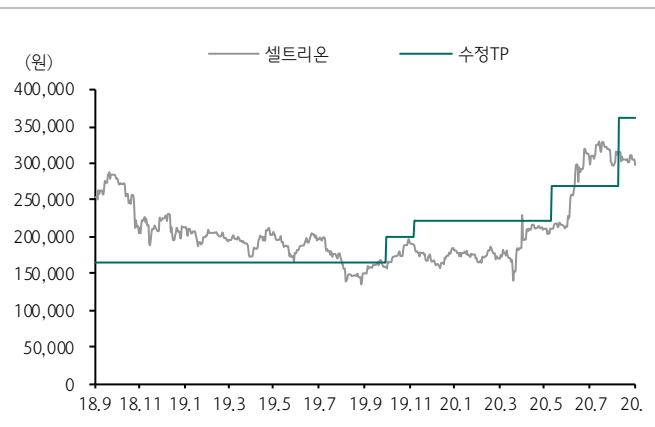
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,818.2	2,161.9	2,836.8
매출원가	432.9	498.4	808.7	877.2	1,134.7
매출총이익	549.2	630.1	1,009.5	1,284.7	1,702.1
판매비	210.5	252.0	272.3	302.8	344.4
영업이익	338.7	378.1	737.2	981.8	1,357.7
금융손익	3.5	3.4	7.1	10.3	18.8
중속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(2.4)	17.9	15.7	15.1
세전이익	317.7	378.1	761.2	1,007.8	1,391.6
법인세	64.2	80.6	159.6	209.8	292.6
계속사업이익	253.6	298.0	601.5	798.0	1,099.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	253.6	298.0	601.5	798.0	1,099.0
비배주주지분 손익	(8.3)	0.4	0.8	1.1	1.5
지배주주순이익	261.8	297.6	600.7	796.9	1,097.5
지배주주지분포괄이익	263.8	290.6	600.2	796.3	1,096.6
NOPAT	270.3	297.6	582.6	777.4	1,072.2
EBITDA	465.5	537.3	891.2	1,133.9	1,511.4
성장성(%)					
매출액증가율	3.5	14.9	61.1	18.9	31.2
NOPAT증가율	(32.3)	10.1	95.8	33.4	37.9
EBITDA증가율	(23.2)	15.4	65.9	27.2	33.3
영업이익증가율	(33.3)	11.6	95.0	33.2	38.3
(지배주주)순이익증가율	(31.6)	13.7	101.8	32.7	37.7
EPS증가율	(31.7)	13.3	101.4	26.6	31.5
수익성(%)					
매출총이익률	55.9	55.8	55.5	59.4	60.0
EBITDA이익률	47.4	47.6	49.0	52.4	53.3
영업이익률	34.5	33.5	40.5	45.4	47.9
계속사업이익률	25.8	26.4	33.1	36.9	38.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,454	5,637	7,410
BPS	19,681	22,058	26,542	29,573	35,302
CFPS	3,503	4,183	6,671	8,095	10,295
EBITDAPS	3,470	3,993	6,608	8,021	10,205
SPS	7,321	8,386	13,481	15,293	19,155
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	108.9	81.9	66.7	52.7	40.1
PBR	10.8	8.2	11.2	10.0	8.4
PCFR	60.7	43.3	44.5	36.7	28.8
EV/EBITDA	60.2	43.2	44.8	34.7	25.6
PSR	29.0	21.6	22.0	19.4	15.5
재무비율(%)					
ROE	10.8	11.2	19.4	21.0	23.1
ROA	7.6	8.0	13.9	15.2	17.1
ROIC	10.2	10.5	18.3	21.7	26.6
부채비율	34.5	33.9	35.5	33.1	31.0
순부채비율	(0.6)	(4.4)	(8.9)	(20.1)	(26.7)
이자보상배율(배)	23.8	34.9	65.8	83.7	112.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,665.3	3,621.8	4,875.2
금융자산	532.4	627.8	797.1	1,400.4	1,960.3
현금성자산	410.5	546.1	665.5	1,243.9	1,755.0
매출채권 등	931.8	826.7	1,332.1	1,583.9	2,078.4
재고자산	163.1	308.9	497.8	591.8	776.6
기타유동자산	37.2	23.9	38.3	45.7	59.9
비유동자산	1,876.1	2,106.4	2,102.0	2,124.7	2,220.1
투자자산	47.0	65.5	95.1	109.9	139.0
금융자산	0.7	0.7	1.1	1.3	1.8
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	77.4	77.3	77.3
자산총계	3,540.6	3,893.7	4,767.3	5,746.5	7,095.3
유동부채	678.1	657.2	818.8	959.7	1,118.0
금융부채	413.6	356.3	353.0	419.9	423.6
매입채무 등	157.1	224.2	361.3	429.6	563.7
기타유동부채	107.4	76.7	104.5	110.2	130.7
비유동부채	229.8	329.5	430.5	469.2	560.8
금융부채	103.1	143.1	130.1	112.1	92.1
기타비유동부채	126.7	186.4	300.4	357.1	468.7
부채총계	907.8	986.7	1,249.2	1,429.0	1,678.8
지배주주지분	2,524.0	2,794.2	3,404.5	4,202.8	5,300.2
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	2,591.2	3,381.5	4,472.0
비배주주지분	108.8	112.8	113.6	114.7	116.3
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,518.1	4,317.5	5,416.5
순금융부채	(15.7)	(128.5)	(314.0)	(868.4)	(1,444.7)
현금흐름표					
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	303.3	716.9	804.7
당기순이익	253.6	298.0	601.5	798.0	1,099.0
조정	139.9	198.7	138.6	136.5	133.1
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)	(15.7)	(21.2)
영업활동 변동	(11.4)	(22.7)	(436.8)	(217.6)	(427.4)
투자활동 현금흐름	(193.1)	(251.4)	(184.9)	(181.4)	(270.3)
투자자산감소(증가)	(13.3)	(18.0)	(29.7)	(14.8)	(29.0)
유형자산감소(증가)	(79.1)	(91.7)	(40.0)	(60.0)	(100.0)
기타	(100.7)	(141.7)	(115.2)	(106.6)	(141.3)
재무활동 현금흐름	(198.1)	(85.9)	(27.7)	36.8	(28.7)
금융부채증가(감소)	(124.3)	(17.3)	(16.2)	48.8	(16.3)
자본증가(감소)	19.3	26.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.1)	(94.6)	(11.5)	(12.0)	(12.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.7)	135.6	119.4	578.4	511.1
Unlevered CFO	469.9	562.8	899.7	1,144.4	1,524.8
Free Cash Flow	302.7	379.7	263.3	656.9	704.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.10	BUY	363,000		
20.5.11	BUY	270,000	3.54%	21.85%
19.11.7	BUY	222,549	-18.91%	2.90%
19.9.30	BUY	200,581	-10.54%	-2.14%
17.9.19	BUY	165,618	32.47%	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	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 31일

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 9월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 9월 1일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.