

셀트리온 (068270)

셀트리온 그룹 간담회 - 셀트리온 부분



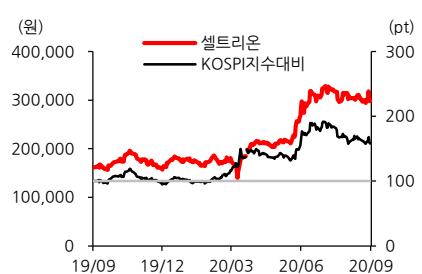
▶Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (유지)

목표주가(유지): 450,000원

| | |
|---------------------------|--------------------|
| 현재 주가(9/10) | 298,500원 |
| 상승여력 | ▲50.8% |
| 시가총액 | 402,956억원 |
| 발행주식수 | 134,994천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 329,000 / 140,000원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 3,929.04억원 |
| 외국인 지분율 | 21.0% |
| 주주 구성 | |
| 셀트리온홀딩스 (외 69인) | 22.9% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 9.2% |
| lonInvestmentsB.V. (외 2인) | 7.5% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -5.2 | 11.2 | 64.9 | 89.4 |
| 상대수익률(KOSPI) | -5.7 | 2.0 | 42.8 | 71.5 |
| (단위: 십억 원, 원, %, 배) | | | | |
| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 982 | 1,128 | 1,853 | 2,674 |
| 영업이익 | 339 | 378 | 760 | 1,225 |
| EBITDA | 465 | 537 | 931 | 1,404 |
| 지배주주순이익 | 262 | 298 | 615 | 986 |
| EPS | 1,961 | 2,217 | 4,565 | 7,317 |
| 순차입금 | -16 | -128 | -124 | -382 |
| PER | 108.4 | 81.6 | 65.4 | 40.8 |
| PBR | 11.3 | 8.7 | 11.8 | 9.2 |
| EV/EBITDA | 61.1 | 45.1 | 43.1 | 28.4 |
| 배당수익률 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| ROE | 10.8 | 11.2 | 19.9 | 25.3 |

주가 추이


셀트리온 그룹 간담회 내용 중 셀트리온 부분을 요약해 보았습니다.
기우성 대표의 “레드오션 상황에서는 시장을 리드하는 업체만 살아남는다. 셀트리온은 바이오시밀러 시장을 이미 리드하고 있으며, 향후에도 브랜드 가치를 기반으로 시장을 리드할 것이다.”라는 발표 내용이 인상적이었습니다. 글로벌 No.1 바이오시밀러 개발 업체, COVID-19 치료제 개발 선두주자 셀트리온의 목표주가 45 만원, 업종 내 최선호주 의견을 유지합니다.

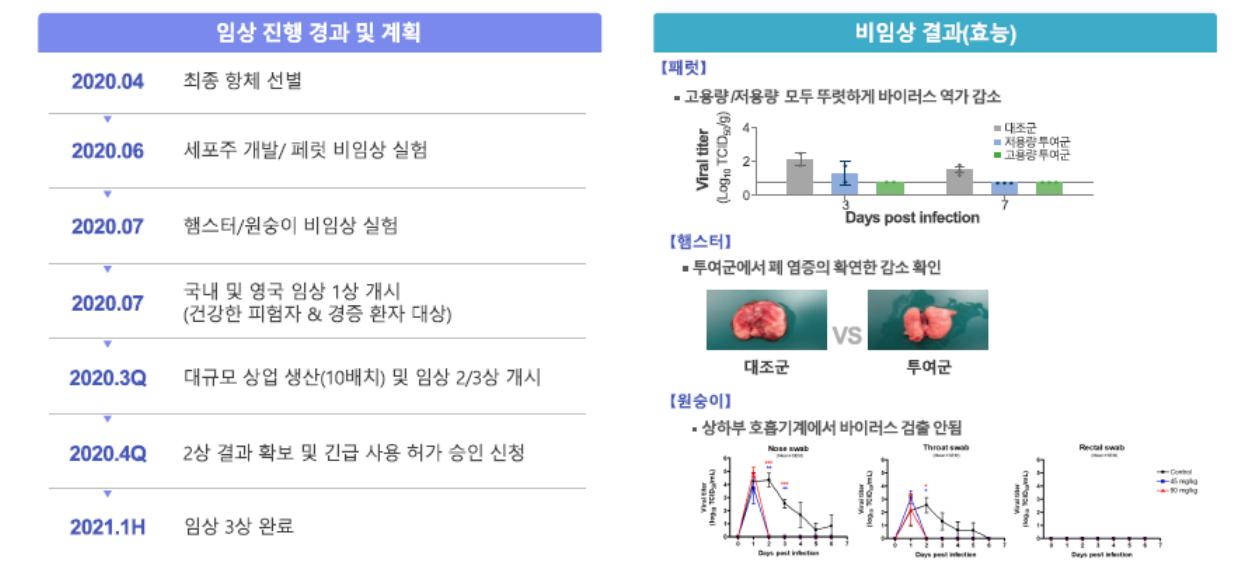
글로벌 No.1 바이오시밀러 업체인 이유

간담회에서 기우성 대표는 셀트리온의 원가경쟁력과 차별화된 바이오 시밀러 개발전략에 대하여 설명했다. 먼저 원가경쟁력에 대해서는 바이오시밀러 개발을 포기한 임젠, 화이자, 메링거인겔하임, 머크 등의 글로벌 업체의 예를 들어 바이오시밀러의 원가경쟁력의 중요성을 피력했으며, 셀트리온은 제품별 TI(Titer Improvement)를 진행 중이고, 개발비를 획기적으로 절감하여 향후 지속적인 수익성 개선이 가능함을 강조하였다. 그리고 바이오시밀러 개발은 퍼스트무버 전략을 바탕으로 졸레어(omalizumab), 스텔라라(ustekinumab), 프롤리아(denosumab), 아일리아(afiblercept) 바이오시밀러에서도 경쟁우위를 가져올 것이며, 생산능력은 현재 19만리터와 싱가폴, 미국에 추가 CMO가 확보된 상태이기 때문에 2030년까지 매년 1개 제품을 출시하는데 생산측면의 문제는 없다고 언급했다. COVID-19 치료제 개발은 9월 중하순에 예방효과에 대한 시험이 포함된 임상 2/3상 진입이 예정되어 있으며, 항체에 대한 확신이 있기 때문에 라지 스케일 생산도 함께 진행하고 연내 승인을 목표로 하고 있음을 밝혔다. COVID-19 진단키트도 항체와 기기에 있어 경쟁력이 있으며 POCT 키트는 곧 미국 EUA 승인을 받을 것이라고 언급하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 450,000원으로 유지

셀트리온에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 45만원을 유지한다. 동사의 투자포인트는 R&D와 실적이다. R&D는 전혀 차질없이 진행되고 있으며, 실적개선의 가능성은 이미 2분기 실적에서 확인시켜 주었다. COVID-19 치료제도 수익성에 긍정적일 것으로 전망한다. 이에 업종 내 최선호주 의견 역시 유지한다.

[그림1] 코로나 19 치료제: 임상 진행 경과 및 계획 및 비임상 결과



자료: 셀트리온

[그림2] 주요 파이프라인 임상 진행 현황



주: 글로벌 시장규모는 2019년 연간 매출 기준 / 후속 바이오시밀러 제품군 16개(면역 의약품 6개, 항암 의약품 6개, 기타 의약품 4개) 이상 세포주 및 공정 개발 중

자료: 셀트리온

[그림3] 셀트리온 수익성 개선 계획



+ 트룩시마, 허쥬마 Titer Improvement 진행 중

+ 제품당 개발비 획기적으로 단축 과거 제품당 3,000~4,000억원 → 현재 대부분 1,000억원 미만

자료: 셀트리온

[그림4] 타 제약사 바이오시밀러 사업 포기 사례

| Pfizer | AMGEN | Boehringer Ingelheim | MERCK |
|---|---|---|--|
| 제품 개발중단 | 유럽 허가 신청 철회 | 미국 외 국가 사업 포기 | 사업부 매각 |
| <ul style="list-style-type: none"> 전임상 단계에 있는 5개 제품의 개발을 중단 1상 이상 진행된 바이오시밀러만 개발을 지속하겠다는 발표 | <ul style="list-style-type: none"> 유럽시장 수익성 악화를 이유로 레미케이드 바이오시밀러의 유럽 허가 신청을 철회 | <ul style="list-style-type: none"> 미국 외 국가에서의 바이오시밀러 사업을 중단한다고 발표 EMA 승인을 이미 받아놓은 Humira 바이오시밀러의 출시를 포기 | <ul style="list-style-type: none"> 2017년 바이오시밀러 사업부를 매각한 사례가 있음 |

자료: 셀트리온

[그림5] 셀트리온의 제품별 경쟁 우위 전략

| 제품명 | 오리지널 의약품 | 경쟁 우위 전략 |
|--------|--------------------------|--|
| CT-P17 | HUMIRA (Adalimumab) | <ul style="list-style-type: none"> 고농도 바이오시밀러는 당사가 First Mover임 오리지널社 고농도 제품 출시 이후 시장 선도중(미국 시장 60%, 유럽 시장 90% 점유) 최근 저농도 바이오시밀러 업체도 고농도 버전 개발에 착수. |
| CT-P16 | AVASTIN (Bevacizumab) | <ul style="list-style-type: none"> 고발현 벡터를 활용하여 경쟁사 대비 원가율 수배 이상 낮춘 고수율 제품 개발 경쟁력 있는 가격 정책으로 타사 대비 경쟁 우위 확보 |
| CT-P39 | XOLAIR (Omalizumab) | <ul style="list-style-type: none"> 바이오시밀러 Big Player 중 First Mover 2024년 유럽 특허 만료 전 개발 완료 계획 임상 디자인 최적화로 개발비 절감 |
| CT-P43 | STELARA (Ustekinumab) | <ul style="list-style-type: none"> 바이오시밀러 Big Player 중 First Mover 2023년 미국 물질 특허 만료 전 개발 완료 계획 기존 자가면역 질환 제제 개발/영업 노하우 적용한 시너지 기대 |
| CT-P41 | PROLIA (Denosumab) | <ul style="list-style-type: none"> 경쟁 개발사 존재하나 특허 만료시점이 2025년으로 출시 시기는 유사할 것으로 예상 개발비 효율화를 통한 투자 비용 절감으로 원가경쟁력 제고 |

자료: 셀트리온

[그림6] 코로나 진단 키트

| 구분 | 방식 | 성능 | 협력사 | 제품명 | 허가 단계 | |
|---------|------|---|-------|------------------------|----------|---------|
| | | | | | US (EUA) | EU (CE) |
| 항원 진단키트 | POCT | <ul style="list-style-type: none"> 감염 초기 환자 선별 10분내 결과 확인 95% 이상의 높은 민감도 | ㈜BBB | 샘피뉴트 (SampinuteTM) | 신청 완료 | 허가 완료 |
| | RDT | <ul style="list-style-type: none"> 저렴한 비용으로 초기 증상자 선별 가능 | ㈜휴마시스 | 준비중 | 신청 준비중 | 신청 완료 |
| 항체 진단키트 | RDT | <ul style="list-style-type: none"> 완치자 퇴원 확인용 저렴한 비용으로 다수환자 검사 가능 | ㈜휴마시스 | 디아트리스트 (DiaTrustTM) | 신청 완료 | 허가 완료 |

자료: 셀트리온

[재무제표]

| 손익계산서 | | | | | | 재무상태표 | | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|------------|--------|-------|
| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | (단위: 십억 원) | 2020E | 2021E | 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | (단위: 십억 원) | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 949 | 982 | 1,128 | 1,853 | 2,674 | | 유동자산 | 1,614 | 1,664 | 1,787 | 2,454 | 3,737 | |
| 매출총이익 | 695 | 549 | 630 | 1,024 | 1,586 | | 현금성자산 | 558 | 532 | 628 | 682 | 1,290 | |
| 영업이익 | 508 | 339 | 378 | 760 | 1,225 | | 매출채권 | 831 | 931 | 826 | 1,296 | 1,799 | |
| EBITDA | 606 | 465 | 537 | 931 | 1,404 | | 재고자산 | 199 | 163 | 309 | 442 | 613 | |
| 순이자순익 | -9 | -3 | 1 | 8 | 11 | | 비유동자산 | 1,701 | 1,876 | 2,106 | 2,243 | 2,422 | |
| 외화관련손익 | -9 | 1 | 0 | 0 | 0 | | 투자자산 | 47 | 72 | 143 | 148 | 154 | |
| 지분법손익 | 2 | -1 | 5 | -12 | -12 | | 유형자산 | 844 | 881 | 924 | 1,021 | 1,184 | |
| 세전계속사업손익 | 492 | 318 | 379 | 795 | 1,264 | | 무형자산 | 810 | 922 | 1,040 | 1,073 | 1,084 | |
| 당기순이익 | 386 | 254 | 298 | 615 | 986 | | 자산총계 | 3,316 | 3,541 | 3,894 | 4,696 | 6,160 | |
| 지배주주순이익 | 382 | 262 | 298 | 615 | 986 | | 유동부채 | 617 | 678 | 657 | 782 | 1,249 | |
| 증가율(%) | | | | | | | 매입채무 | 46 | 67 | 113 | 294 | 408 | |
| 매출액 | 41.5 | 3.5 | 14.9 | 64.2 | 44.3 | | 유동성이자부채 | 417 | 414 | 356 | 414 | 764 | |
| 영업이익 | 103.4 | -33.3 | 11.6 | 101.0 | 61.2 | | 비유동부채 | 267 | 230 | 330 | 403 | 413 | |
| EBITDA | 79.0 | -23.2 | 15.4 | 73.4 | 50.7 | | 비유동이자부채 | 224 | 103 | 143 | 144 | 144 | |
| 순이익 | 114.0 | -34.3 | 17.5 | 106.5 | 60.2 | | 부채총계 | 884 | 908 | 987 | 1,185 | 1,662 | |
| 이익률(%) | | | | | | | 자본금 | 123 | 125 | 128 | 135 | 135 | |
| 매출총이익률 | 73.2 | 55.9 | 55.8 | 55.3 | 59.3 | | 자본잉여금 | 758 | 777 | 802 | 803 | 803 | |
| 영업이익률 | 53.5 | 34.5 | 33.5 | 41.0 | 45.8 | | 이익잉여금 | 1,450 | 1,702 | 1,997 | 2,605 | 3,591 | |
| EBITDA 이익률 | 63.8 | 47.4 | 47.6 | 50.3 | 52.5 | | 자본조정 | -21 | -80 | -133 | -143 | -143 | |
| 세전이익률 | 51.8 | 32.4 | 33.5 | 42.9 | 47.3 | | 자기주식 | -51 | -119 | -177 | -192 | -192 | |
| 순이익률 | 40.7 | 25.8 | 26.4 | 33.2 | 36.9 | | 자본총계 | 2,432 | 2,633 | 2,907 | 3,512 | 4,497 | |
| 현금흐름표 | | | | | | 주요지표 | | | | | (단위: 원, 배) | | |
| 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | (단위: 십억 원) | 2020E | 2021E | 12월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | |
| 영업현금흐름 | 497 | 382 | 474 | 264 | 628 | | 주당지표 | | | | | | |
| 당기순이익 | 386 | 254 | 298 | 615 | 986 | | EPS | 2,873 | 1,961 | 2,217 | 4,565 | 7,317 | |
| 자산상각비 | 98 | 127 | 159 | 172 | 179 | | BPS | 17,324 | 18,842 | 20,744 | 25,235 | 32,552 | |
| 운전자본증감 | -69 | -11 | -23 | -542 | -559 | | DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 매출채권 감소(증가) | -68 | 2 | -8 | -447 | -503 | | CFPS | 4,548 | 3,520 | 4,194 | 6,108 | 8,812 | |
| 재고자산 감소(증가) | -53 | 0 | -174 | -150 | -171 | | ROA(%) | 12.1 | 7.6 | 8.0 | 14.3 | 18.2 | |
| 매입채무 증가(감소) | 0 | 0 | 22 | 6 | 114 | | ROE(%) | 17.5 | 10.8 | 11.2 | 19.9 | 25.3 | |
| 투자현금흐름 | -245 | -193 | -251 | -245 | -373 | | ROIC(%) | 15.8 | 10.7 | 11.3 | 19.4 | 25.9 | |
| 유형자산처분(취득) | -21 | -79 | -92 | -153 | -223 | | Multiples(x, %) | | | | | | |
| 무형자산 감소(증가) | -87 | -126 | -191 | -129 | -129 | | PER | 72.3 | 108.4 | 81.6 | 65.4 | 40.8 | |
| 투자자산 감소(증가) | -138 | 18 | 47 | 42 | -2 | | PBR | 12.0 | 11.3 | 8.7 | 11.8 | 9.2 | |
| 재무현금흐름 | -96 | -198 | -86 | 58 | 350 | | PSR | 29.1 | 28.9 | 21.5 | 21.7 | 15.0 | |
| 차입금의 증가(감소) | -35 | -124 | -29 | 61 | 350 | | PCR | 45.6 | 60.4 | 43.2 | 48.9 | 33.9 | |
| 자본의 증가(감소) | 10 | 15 | 19 | 0 | 0 | | EV/EBITDA | 45.8 | 61.1 | 45.1 | 43.1 | 28.4 | |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 배당수익률 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | |
| 총현금흐름 | 605 | 470 | 563 | 823 | 1,187 | | 안정성(%) | | | | | | |
| (-)운전자본증가(감소) | 17 | 12 | -9 | 545 | 559 | | 부채비율 | 36.3 | 34.5 | 33.9 | 33.7 | 37.0 | |
| (-)설비투자 | 21 | 79 | 94 | 153 | 223 | | Net debt/Equity | 3.4 | -0.6 | -4.4 | -3.5 | -8.5 | |
| (+)자산매각 | -87 | -125 | -189 | -129 | -129 | | Net debt/EBITDA | 13.7 | -3.4 | -23.9 | -13.3 | -27.2 | |
| Free Cash Flow | 480 | 253 | 289 | -5 | 276 | | 유동비율 | 261.7 | 245.5 | 272.0 | 313.8 | 299.2 | |
| (-)기타투자 | 50 | 6 | 47 | 2 | 18 | | 이자보상배율(배) | 35.1 | 23.8 | 34.9 | n/a | n/a | |
| 잉여현금 | 430 | 247 | 242 | -6 | 258 | | 자산구조(%) | | | | | | |
| NOPLAT | 399 | 270 | 298 | 588 | 955 | | 투하자본 | 80.4 | 81.0 | 77.9 | 80.0 | 73.7 | |
| (+) Dep | 98 | 127 | 159 | 172 | 179 | | 현금+투자자산 | 19.6 | 19.0 | 22.1 | 20.0 | 26.3 | |
| (-)운전자본투자 | 17 | 12 | -9 | 545 | 559 | | 자본구조(%) | | | | | | |
| (-)Capex | 21 | 79 | 94 | 153 | 223 | | 차입금 | 20.9 | 16.4 | 14.7 | 13.7 | 16.8 | |
| OpFCF | 459 | 306 | 372 | 61 | 352 | | 자기자본 | 79.1 | 83.6 | 85.3 | 86.3 | 83.2 | |

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

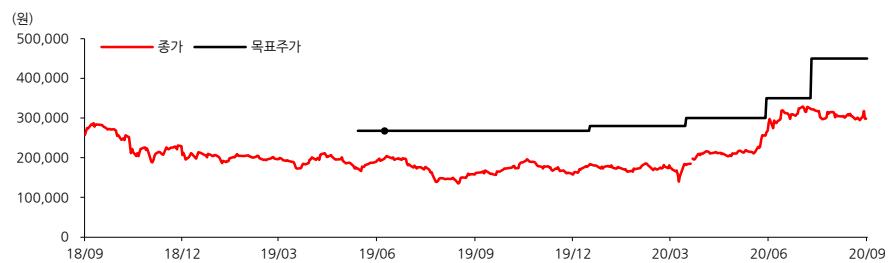
(공표일: 2020년 9월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

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

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[셀트리온 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|---------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 일 시 투자의견 목표가격 | 2016.08.12 투자등급변경 | 2019.05.24 담당자변경 신재훈 | 2019.05.24 Buy 280,000 | 2019.06.11 Buy 280,000 | 2019.06.24 Buy 280,000 | 2019.08.02 Buy 280,000 |
| 일 시 투자의견 목표가격 | 2019.09.24 Buy 280,000 | 2019.10.14 Buy 280,000 | 2019.11.07 Buy 280,000 | 2019.11.20 Buy 280,000 | 2020.02.04 Buy 280,000 | 2020.02.20 Buy 280,000 |
| 일 시 투자의견 목표가격 | 2020.02.27 Buy 280,000 | 2020.03.26 Buy 300,000 | 2020.05.11 Buy 300,000 | 2020.06.09 Buy 350,000 | 2020.06.12 Buy 350,000 | 2020.07.21 Buy 450,000 |
| 일 시 투자의견 목표가격 | 2020.08.10 Buy 450,000 | 2020.09.11 Buy 450,000 | | | | |

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리를 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 고리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.05.24 | Buy | 267,441 | -35.35 | -23.57 |
| 2020.03.27 | Buy | 300,000 | -28.81 | -14.50 |
| 2020.06.09 | Buy | 350,000 | -12.78 | -6.00 |
| 2020.07.21 | Buy | 450,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 항후 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. 벤류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 항후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 항후 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 6월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.5% | 6.5% | 0.0% | 100.0% |