

# 셀트리온 (068270)

## 제약/바이오



서미화

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

RA 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>370,000원 (M)</b>
현재주가 (11/9)	<b>285,000원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	384,732억원
총발행주식수	134,993,738주
60일 평균 거래대금	2,603억원
60일 평균 거래량	921,553주
52주 고	329,000원
52주 저	140,000원
외인지분율	20.47%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 67인 22.83%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.8	(9.4)	58.7
상대	6.3	(12.9)	38.6
절대(달러환산)	12.6	(3.6)	64.9

### Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,488	89.9	28.0	4,611	19.0
영업이익	2,453	137.8	34.9	1,903	28.9
세전계속사업이익	2,310	116.3	27.9	1,906	21.2
지배순이익	1,753	185.4	27.0	1,490	17.6
영업이익률 (%)	44.7	+9.0 %pt	+2.3 %pt	41.3	+3.4 %pt
지배순이익률 (%)	31.9	+10.6 %pt	-0.3 %pt	32.3	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

## 3Q20 Review: 생산효율화로 이익 개선

### 매출액 5,488억원(YoY +89.9%), 영업이익 2,453억원(YoY +137.8%)

연결기준, 3분기 매출액 5,488억원(YoY +89.9%), 영업이익 2,453억원(YoY +137.8%)을 실현하였다. 램시마SC 판매 준비를 위한 물량공급과 테바항 아조비 CMO 매출 465억원이 발생하며, 영업이익은 컨센서스(1,903억원) 대비 28.9%상회하였다. 영업이익은 매출액 증가분과 1공장 증설 시설 본격 가동에 따른 생산 효율 개선이 반영되며 영업이익률 44.7%를 기록하였다. 미국 시장에서 항암제 트룩시마의 침투율이 증가하고 있는데 트룩시마의 경우 20.4%, 허주마 0.44%를 달성하였다. 유럽시장 점유율은 소폭감소하였으나, 안정적으로 유지되고 있는 것으로 보인다. (2Q20 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 55%, 트룩시마 37%, 허주마 16%) 3분기 매출비중은 램시마IV 23%, 램시마SC(레미케이드 바이오시밀러 피하주사형, 자가면역질환치료제) 38%, 트룩시마(리툭산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 4%, 허주마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 4%, 테바항 아조비 8%, 제약+케미칼 10%, 기타(용역매출, 자회사매출 등) 13%였다. 별도기준으로는 매출액 4,874억원(YoY +96.4%), 영업이익 2,343억원(YoY +138.5%)을 기록하였다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 37만원

투자의견 BUY, 목표주가 37만원 유지하였다. 4분기 매출액은 4,643억원, 영업이익 1,764억원으로 추정되며, 2021년 매출액 2조 589억원(YoY +13.5%), 영업이익 8,356억원(YoY +15.4%)이 예상된다. 다케다 영업양수에 따라 11월 말 인수 완료 후 12월부터 매출이 인식되며 영업양수 후 판매 구조는 국내 셀트리온제약, 해외 셀트리온헬스케어로 분리된다. 코로나 영향으로 램시마SC의 유럽 런칭이 지연되고 있으나 7월 IBD에 대한 적응증 획득으로 런칭 후 빠른 시장 침투가 기대된다. 램시마SC는 EU5 국가 중 독일과 영국에서 출시되었으며 프랑스, 이탈리아, 스페인에서의 런칭 준비 중이다. 미국은 임상 3상 진행 중으로 22년 출시를 목표로 하고 있다. 미국 트룩시마의 판매는 기존 자가면역치료제 램시마 보다 빠른 점유율을 보이고 있으며, 내년 램시마SC의 성공적인 유럽 안착이 중요할 것으로 판단된다. 프롤리아 바이오시밀러(CT-P41)에 대한 글로벌 임상 1상이 개시되었으며 2025년 특허 만료 시기에 맞춰 퍼스트 무버로 출시 계획 중이다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	9,821	11,285	18,147	20,589
영업이익	3,387	3,781	7,238	8,356
지배순이익	2,618	2,976	5,546	6,441
PER	132.8	82.2	69.4	59.7
PBR	13.7	8.7	11.3	10.4
EV/EBITDA	74.0	45.0	42.5	38.2
ROE	10.8	11.2	18.0	18.3

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	3Q20P	QoQ	2Q20	YoY	3Q19
매출액	5,488	28.0%	4,288	89.9%	2,891
영업이익	2,453	34.9%	1,818	137.8%	1,031
세전이익	2,310	27.9%	1,806	116.3%	1,068
당기순이익	1,758	26.8%	1,386	185.4%	616

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

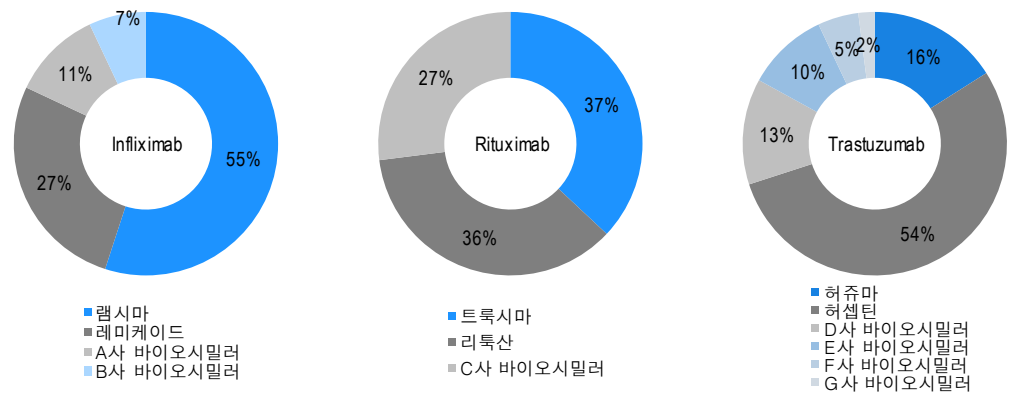
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	2,217	2,350	2,891	3,827	3,728	4,288	5,488	4,643	11,285	18,147	20,589
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	89.9%	21.3%	14.9%	60.8%	13.5%
영업이익	774	834	1,031	1,142	1,202	1,818	2,453	1,764	3,781	7,238	8,356
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	137.8%	54.5%	11.6%	91.5%	15.4%
영업이익률	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	44.7%	38.0%	33.5%	39.9%	40.6%
세전순이익	814	857	1,068	1,047	1,384	1,806	2,310	1,730	3,786	7,230	8,177
YoY	-29.4%	-7.5%	59.6%	144.5%	70.1%	110.7%	116.3%	65.3%	19.1%	91.0%	13.1%
당기순이익	630	783	616	951	1,053	1,386	1,758	1,366	2,980	5,564	6,460
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	77.0%	185.4%	43.7%	17.5%	86.7%	16.1%

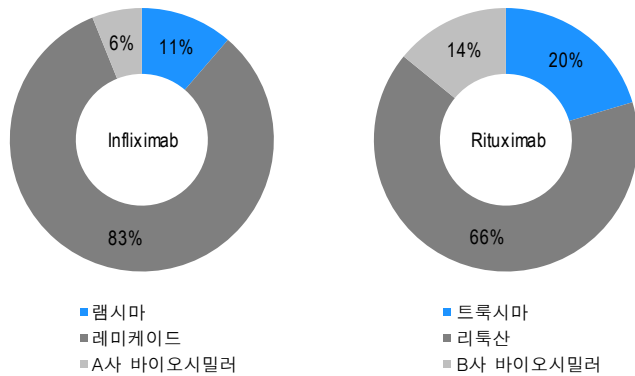
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2020년 2분기)



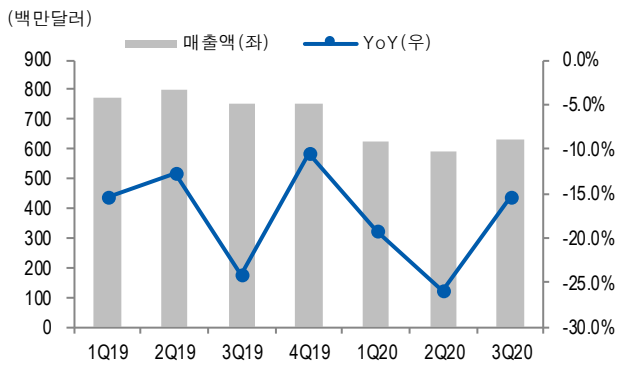
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 바이오시밀러 미국 시장 점유율(2020년 3분기)



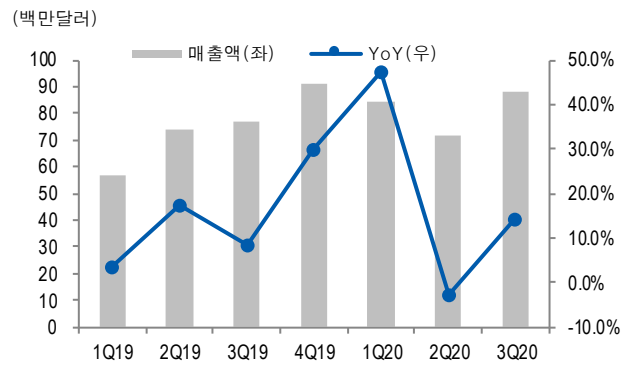
자료: Symphony Healthcare, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Remicade 매출 추이



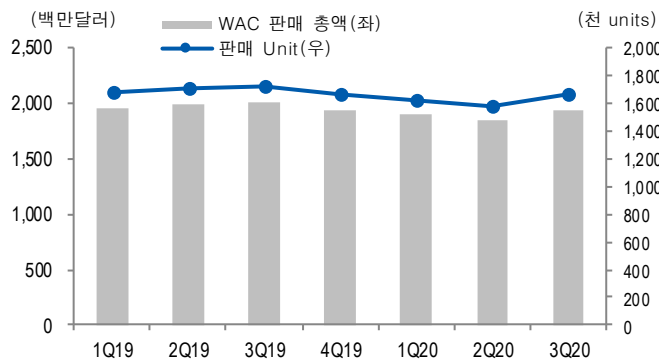
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 미국 Inflectra 매출 추이



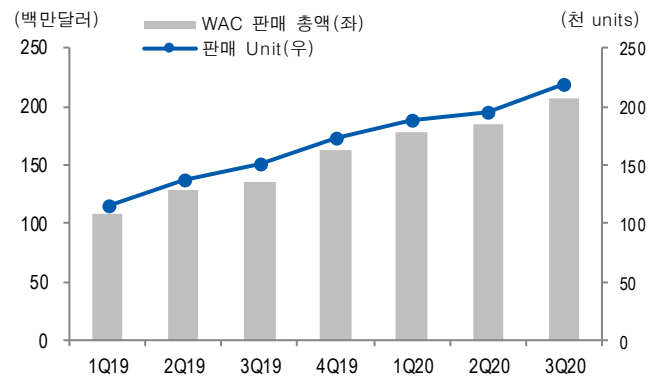
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Remicade 미국 처방 추이



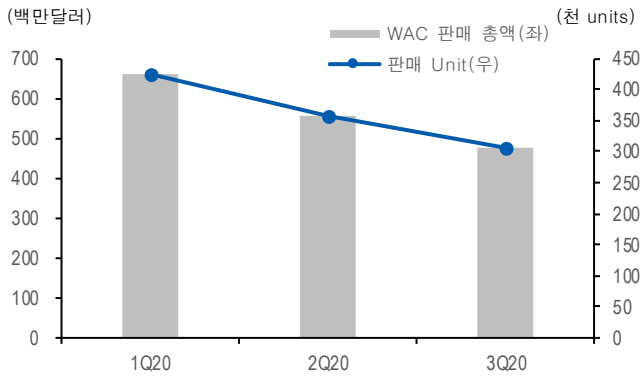
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] Inflectra 미국 처방 추이



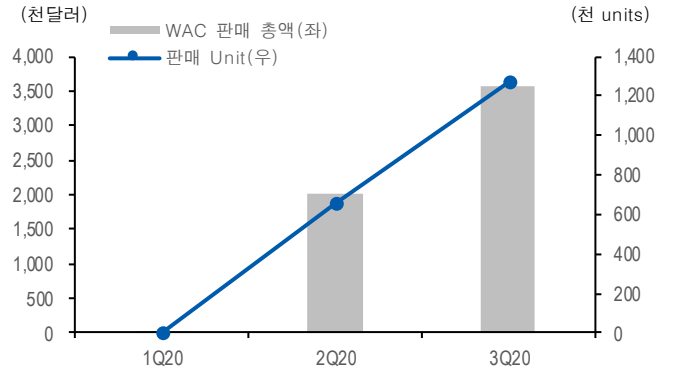
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 허셉틴 미국 처방 추이



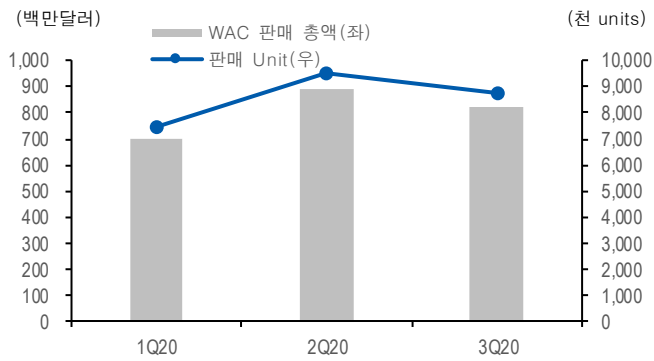
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 허쥬마 미국 처방 추이



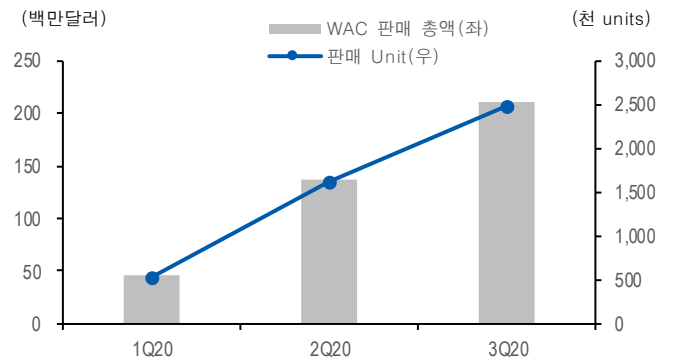
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 리톡산 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 트룩시마 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,821	11,285	18,147	20,589	24,063
매출원가	4,329	4,984	8,238	9,319	10,891
매출총이익	5,492	6,300	9,909	11,270	13,172
판매비	2,105	2,520	2,671	2,915	3,249
영업이익	3,387	3,781	7,238	8,356	9,923
EBITDA	4,655	5,373	8,939	9,886	11,288
영업외손익	-210	5	-8	-179	-69
외환관련손익	13	5	0	0	0
이자손익	-34	12	34	96	206
관계기업관련손익	-5	-5	64	125	125
기타	-183	-7	-106	-399	-399
법인세비용차감전순손익	3,177	3,786	7,230	8,177	9,855
법인세비용	642	806	1,666	1,717	2,070
계속사업순손익	2,536	2,980	5,563	6,460	7,785
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,536	2,980	5,563	6,460	7,785
지배지분순이익	2,618	2,976	5,546	6,441	7,762
포괄순이익	2,556	2,912	5,625	6,502	7,827
지배지분포괄이익	2,638	2,906	5,605	6,479	7,799

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	6,352	7,139	9,910
당기순이익	2,536	2,980	5,563	6,460	7,785
감가상각비	411	484	554	505	454
외환손익	-3	28	-35	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	5	-64	-125	-125
자산부채의 증감	-114	-227	-1,287	-899	712
기타현금흐름	986	1,471	1,621	1,198	1,083
투자활동 현금흐름	-1,931	-2,514	-252	19	19
투자자산	-130	-279	56	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-794	-943	-461	0	0
유형자산 감소	3	26	0	0	0
기타현금흐름	-1,010	-1,318	153	19	19
재무활동 현금흐름	-1,981	-859	-121	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-260	0	0
자본	146	186	157	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2,127	-1,045	-18	-1	-1
연결범위변동 등 기타	5	-10	-121	-4,879	-1,613
현금의 증감	-87	1,356	5,858	2,278	8,314
기초 현금	4,192	4,105	5,461	11,319	13,597
기말 현금	4,105	5,461	11,319	13,597	21,911
NOPLAT	3,387	3,781	7,238	8,356	9,923
FCF	3,062	3,398	5,522	7,233	9,917

자료: 유안타증권

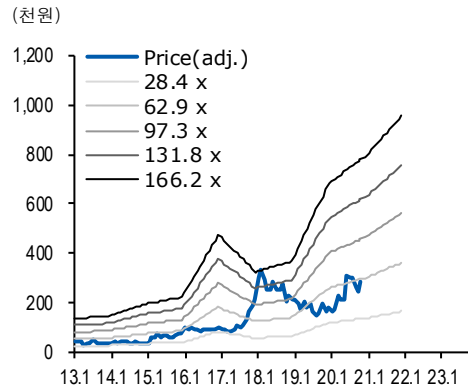
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	16,645	17,873	27,014	31,913	43,187
현금및현금성자산	4,105	5,461	11,319	13,597	21,911
매출채권 및 기타채권	9,318	8,267	11,107	13,093	15,296
재고자산	1,631	3,089	3,846	4,482	5,238
비유동자산	18,761	21,064	20,912	19,506	18,266
유형자산	8,814	9,236	9,096	8,591	8,137
관계기업등 지분관련자산	280	478	484	609	734
기타투자자산	190	176	231	231	231
자산총계	35,406	38,937	47,926	51,419	61,452
유동부채	6,781	6,572	9,380	9,702	11,972
매입채무 및 기타채무	1,571	2,242	3,717	4,039	6,310
단기차입금	2,585	2,980	3,404	3,404	3,404
유동성장기부채	1,550	520	1,133	1,133	1,133
비유동부채	2,298	3,295	3,576	3,576	3,576
장기차입금	1,031	1,395	750	750	750
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,078	9,867	12,956	13,278	15,549
지배지분	25,240	27,942	33,662	36,723	44,485
자본금	1,255	1,283	1,350	1,350	1,350
자본잉여금	7,766	8,022	8,231	8,231	8,231
이익잉여금	17,018	19,969	25,452	28,471	36,233
비지배지분	1,088	1,128	1,308	1,418	1,418
자본총계	26,328	29,070	34,970	38,141	45,904
순차입금	-158	-1,347	-6,242	-8,520	-16,834
총차입금	5,166	4,932	5,324	5,324	5,324

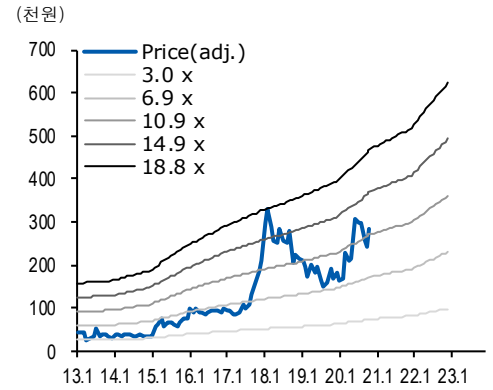
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,950	2,209	4,109	4,771	5,750
BPS	18,924	20,928	25,162	27,450	33,252
EBITDAPS	3,714	4,190	6,621	7,324	8,362
SPS	7,321	8,386	13,443	15,252	17,826
DPS	0	0	0	0	0
PER	132.8	82.2	69.4	59.7	49.6
PBR	13.7	8.7	11.3	10.4	8.6
EV/EBITDA	74.0	45.0	42.5	38.2	32.7
PSR	35.4	21.7	21.2	18.7	16.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	3.5	14.9	60.8	13.5	16.9
영업이익 증가율 (%)	-33.3	11.6	91.5	15.4	18.8
지배순이익 증가율 (%)	-31.5	13.6	86.4	16.1	20.5
매출총이익률 (%)	55.9	55.8	54.6	54.7	54.7
영업이익률 (%)	34.5	33.5	39.9	40.6	41.2
지배순이익률 (%)	26.7	26.4	30.6	31.3	32.3
EBITDA 마진 (%)	47.4	47.6	49.3	48.0	46.9
ROIC	10.4	10.8	19.2	21.8	25.9
ROA	7.6	8.0	12.8	13.0	13.8
ROE	10.8	11.2	18.0	18.3	19.1
부채비율 (%)	34.5	33.9	37.0	34.8	33.9
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-4.8	-18.5	-23.2	-37.8
영업이익/금융비용 (배)	23.8	34.9	110.7	96.1	114.1

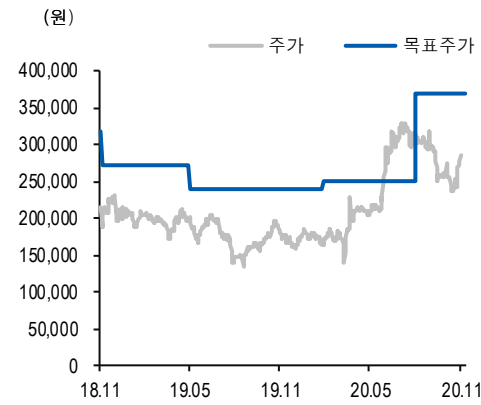
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-10	BUY	370,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	89.1
Hold(중립)	10.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-07

※해의 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.