

2020. 11. 10



▲ 제약/바이오

Analyst 김지하

02. 6454-4868

jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 370,000 원

현재주가 (11.9) 285,000 원

상승여력 29.8%

KOSPI 2,447.20pt

시가총액 384,732억원

발행주식수 13,499만주

유동주식비율 75.70%

외국인비중 20.43%

52주 최고/최저가 329,000원/140,000원

평균거래대금 2,604.9억원

주요주주(%)

셀트리온홀딩스 외 67 인 22.83

국민연금공단 9.16

Ion Investments B.V. 외 1 인 7.49

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 8.8 35.4 58.7

상대주가 6.3 7.7 38.6

주가그래프



셀트리온 068270

Remsima SC 가 다했다

- ✓ 3Q20 Review: 컨센서스 대비 매출액 +19% 상회, 영업이익 +29% 상회
- ✓ 셀트리온헬스케어向 Remsima SC 매출액 2,085억원(+60%, 이하 YoY) 기록
- ✓ TEVA의 Ajovy CMO 계약총액 1,156억원 중 465억원(40%) 발생해 어닝 서프라이즈
- ✓ 4Q20 Preview 매출액 5,963억원(+56%), 영업이익 2,605억원(+128%) 전망
- ✓ 다케다제약AP 반영과 진단키트 공급 개시로 사업 다각화를 통한 외형 성장 기대

3Q20 Review: Remsima SC와 CMO 매출 증가로 분기 최대 실적 기록

3Q20 매출액은 5,488억원(+90%, 이하 YoY), 영업이익은 2,453억원(+138%)으로 컨센서스(매출액 4,611억원, 영업이익 1,903억원) 대비 크게 상회하였다. Remsima SC 매출액이 신규 시장 확대를 위한 물량으로 전년 동기 대비 60% 증가한 2,085억원을 기록한 덕분이다. 3분기부터는 TEVA向 CMO 품목인 Ajovy가 3분기부터 공급됨에 따라, 계약총액 1,156억원 중 465억원(40%)의 매출액이 발생하였다. 증설된 1공장의 본격 가동에 따른 생산 효율 개선과 영업레버리지 효과로 44.7%의 양호한 영업이익률을 기록하였다.

4Q20 Preview: 사업 다각화를 통한 외형 성장 기대

4Q20 매출액은 5,963억원(+56%), 영업이익은 2,605억원(+128%)로 높은 성장세를 이어가겠다. 올해 6월 셀트리온은 다케다제약 아태지역 사업부를 인수('19년 연간 1,605억원, 세전이익률 20%, 12월부터 매출 인식을 시작할 계획이다. 또한 동사가 BBB와 공동개발한 COVID-19 진단키트가 미국 진단기기 유통사(프라임헬스케어 디스트리뷰터스)와 2,100억원 규모의 공급계약을 체결함에 따라 분기마다 약 700억원 정도의 추가 매출액이 발생할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 370,000원으로 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 370,000원을 유지한다. 1) 유럽 Remsima SC의 안정적인 실적 성장이 예상되고, 2) 사업 다각화를 통한 외형 성장 및 안정적인 실적 흐름이 전망된다. 연말 COVID-19 치료제의 긍정적인 2상 결과 발표시 국내 식약처에 긴급사용승인을 신청할 계획이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	982.1	338.7	261.8	1,952	-34.5	18,796	108.9	11.3	60.2	10.8	34.5
2019	1,128.5	378.1	297.6	2,211	17.1	20,744	81.9	8.7	43.2	11.2	33.9
2020E	1,946.7	807.8	634.6	4,705	113.2	25,512	60.6	11.2	38.6	20.3	42.9
2021E	2,310.2	987.0	765.3	5,669	20.5	31,181	50.3	9.1	31.8	20.0	35.7
2022E	2,441.5	1,046.8	812.2	6,017	6.1	37,198	47.4	7.7	29.4	17.6	29.6

표1 셀트리온 3Q20 실적 Review

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	548.8	289.1	89.9	428.8	28.0	461.1	19.0	462.3	18.7
영업이익	245.3	103.1	137.8	181.8	34.9	190.3	28.9	189.5	29.4
세전이익	231.0	106.8	116.3	180.6	27.9	190.6	21.2	192.8	19.8
순이익	175.8	61.6	185.4	138.6	26.8	150.6	16.7	148.0	18.8
영업이익률(%)	44.7	35.7		42.4		41.3		41.0	
순이익률(%)	32.0	21.3		32.3		32.7		32.0	

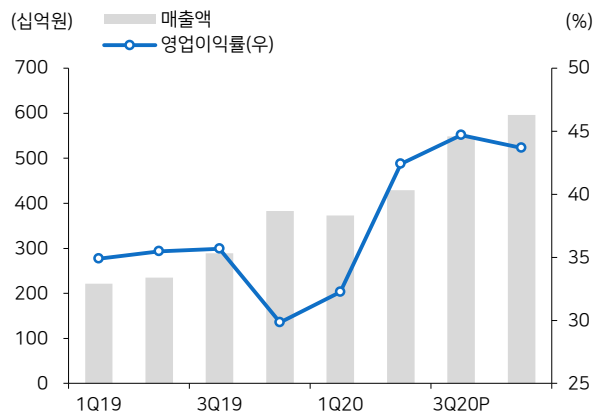
자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	372.8	428.8	548.8	596.3	1,128.5	1,946.7	2,310.2
(% YoY)	-9.5	-10.8	25.1	57.8	68.2	82.5	89.9	55.8	14.9	72.5	18.7
바이오횰약품	191.5	196.8	248.2	345.4	345.7	404.3	487.4	476.9	981.9	1,714.3	1,754.2
Remsima				68.9	70.8	85.8	126.2	75.2	68.9	358.0	350.4
Remsima SC	51.0	63.4	130.1	57.4	108.1	90.0	208.5	156.7	301.9	563.4	312.4
Truxima	73.2	86.9	83.8	95.7	85.8	120.1	22.0	89.2	339.6	317.0	417.3
Herzuma	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	38.6	22.0	32.0	91.3	122.4	154.0
Others	48.8	56.4	72.3	149.3	78.3	94.3	170.1	141.2	326.7	483.9	606.5
셀트리온AP								13.3		13.3	159.9
진단키트								80.0		80.0	250.0
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	120.2	181.8	245.3	260.5	378.1	807.8	987.0
(% YoY)	-33.6	-23.0	47.3	159.5	55.4	118.1	137.8	128.1	11.6	113.7	22.2
영업이익률	34.9	35.5	35.7	29.8	32.2	42.4	44.7	43.7	33.5	41.5	42.7
당기순이익	63.0	78.3	61.6	95.1	105.3	138.6	175.8	202.2	298.0	636.9	768.1
(% YoY)	-24.3	-5.6	23.2	154.6	67.1	77.0	185.4	112.7	17.5	113.8	20.6
순이익률	28.4	33.3	21.3	24.8	28.2	32.3	32.0	33.9	26.4	32.7	33.2

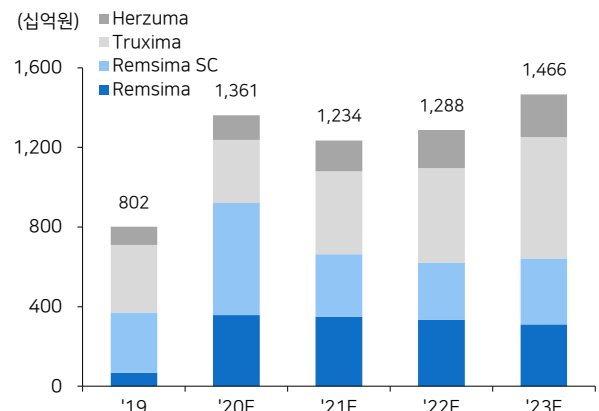
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림1 셀트리온 매출액 및 영업이익률 추이



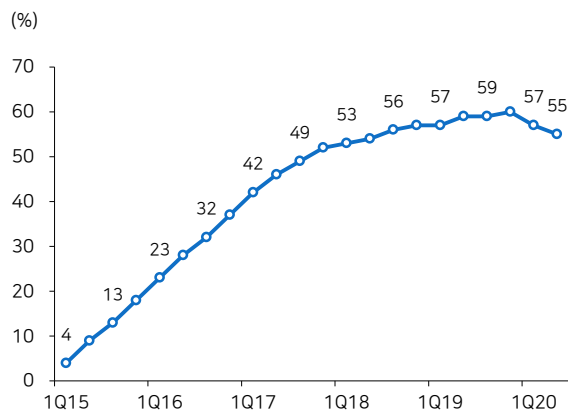
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림2 셀트리온 제품별 연간 매출액 추이



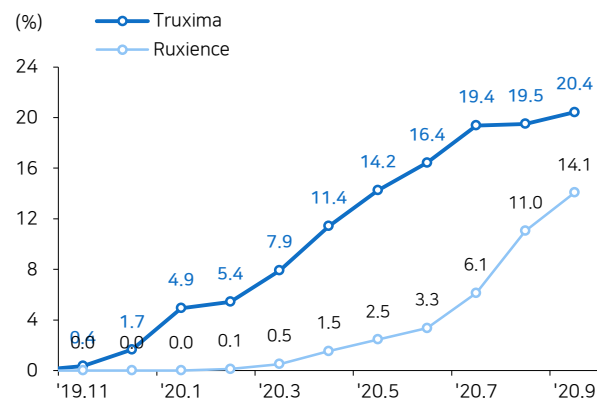
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유럽 Remsima 시장 점유율



자료: IQVIA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 Rituximab 바이오시밀러 수량 기준 MS



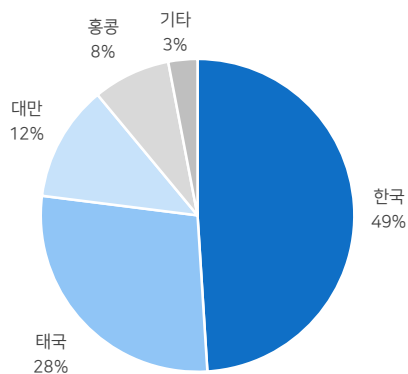
자료: Symphony Health, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 셀트리온 주요 파이프라인 현황

제품명	오리지널 의약품	성분명	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	미국	유럽
Remsima SC	-	Infliximab	셀트리온	자가면역질환	46.8	임상 3상	출시
CT-P17	HUMIRA	Adalimumab	Abbvie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	허가 신청('20.3월)
CT-P16	AVASTIN	Bevacizumab	Roche	대장암 등	6.4	임상 3상	임상 3상
CT-P39	XOLAIR	Omalizumab	Genentech	알러지성 천식/두드러기	3.1	임상 3상	임상 3상
CT-P43	STELARA	Ustekinumab	Janssen	자가면역질환	8.7	임상 1상	임상 1상
CT-P41	PROLIA	Denosumab	Amgen	골다공증	4.7	임상 1상	임상 1상

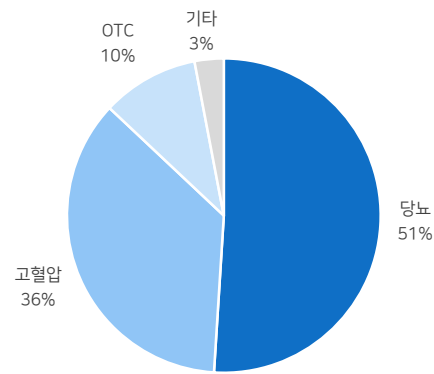
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림5 다케다제약 APAC 사업부 국가별 매출 비중('19년)



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림6 다케다제약 APAC 사업부 치료군별 매출 비중('19년)



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	982.1	1,128.5	1,946.7	2,310.2	2,441.5
매출액증가율 (%)	3.5	14.9	72.5	18.7	5.7
매출원가	432.9	498.4	872.4	1,018.0	1,070.7
매출총이익	549.2	630.0	1,074.3	1,292.2	1,370.7
판매관리비	210.5	252.0	266.5	305.3	324.0
영업이익	338.7	378.1	807.8	987.0	1,046.8
영업이익률	34.5	33.5	41.5	42.7	42.9
금융손익	3.5	3.4	3.5	2.6	2.9
종속/관계기업손익	-0.5	-0.5	6.4	12.5	12.5
기타영업외손익	-24.0	-2.4	13.4	-1.3	0.0
세전계속사업이익	317.7	378.6	831.1	1,000.8	1,062.2
법인세비용	64.2	80.6	194.2	232.6	246.9
당기순이익	253.6	298.0	636.9	768.1	815.3
지배주주지분 순이익	261.8	297.6	634.6	765.3	812.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,891.0	3,661.0	4,446.2
현금및현금성자산	410.6	546.1	1,030.3	1,702.0	2,507.7
매출채권	807.7	814.4	1,325.1	1,391.0	1,363.7
재고자산	163.1	308.9	450.0	479.8	486.0
비유동자산	1,876.2	2,106.4	2,193.2	2,209.3	2,216.3
유형자산	881.4	923.6	923.8	896.6	868.0
무형자산	922.3	1,040.0	1,094.0	1,131.6	1,165.7
투자자산	47.0	65.5	82.1	87.8	89.3
자산총계	3,540.6	3,893.7	5,084.3	5,870.3	6,662.6
유동부채	678.1	657.2	994.1	1,049.8	1,063.8
매입채무	20.7	42.7	58.8	64.4	65.8
단기차입금	258.5	298.0	303.4	303.4	303.4
유동성장기부채	155.0	52.0	113.3	113.3	113.3
비유동부채	229.8	329.5	531.6	493.9	456.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	103.1	139.5	140.0	65.0	18.5
부채총계	907.9	986.7	1,525.8	1,543.7	1,520.7
자본금	125.5	128.3	134.9	134.9	134.9
자본잉여금	776.6	802.2	823.1	823.1	823.1
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	7.1	7.1	7.1
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,625.1	3,390.4	4,202.6
비지배주주지분	108.8	112.8	114.5	117.4	120.4
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,558.5	4,326.6	5,141.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	576.1	951.6	1,052.7
당기순이익(손실)	253.6	298.0	636.9	768.1	815.3
유형자산상각비	41.1	48.4	58.2	61.0	62.4
무형자산상각비	85.7	110.9	120.6	125.1	130.5
운전자본의 증감	-11.4	-22.7	-276.0	-2.7	44.5
투자활동 현금흐름	-193.1	-251.4	-151.0	-204.8	-200.6
유형자산의증가(CAPEX)	-79.4	-94.3	-63.0	-33.8	-33.8
투자자산의감소(증가)	-14.3	-19.0	-16.5	-5.8	-1.5
재무활동 현금흐름	-198.1	-85.9	56.0	-75.1	-46.4
차입금의 증감	-124.3	-17.3	61.1	-75.1	-46.4
자본의 증가	21.8	28.5	27.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.7	135.6	484.1	671.7	805.7
기초현금	419.2	410.6	546.1	1,030.3	1,702.0
기말현금	410.6	546.1	1,030.3	1,702.0	2,507.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	7,321	8,386	14,432	17,113	18,086
EPS(지배주주)	1,952	2,211	4,705	5,669	6,017
CFPS	3,503	4,183	7,497	8,792	9,298
EBITDAPS	3,470	3,993	7,314	8,690	9,184
BPS	18,796	20,744	25,512	31,181	37,198
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	108.9	81.9	60.6	50.3	47.4
PCR	60.7	43.3	38.0	32.4	30.7
PSR	29.0	21.6	19.7	16.7	15.8
PBR	11.3	8.7	11.2	9.1	7.7
EBITDA	465.5	537.3	986.6	1,173.1	1,239.7
EV/EBITDA	60.2	43.2	38.6	31.8	29.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	11.2	20.3	20.0	17.6
EBITDA 이익률	47.4	47.6	50.7	50.8	50.8
부채비율	34.5	33.9	42.9	35.7	29.6
금융비용부담률	1.4	1.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.8	34.9			
매출채권회전율(x)	1.2	1.4	1.8	1.7	1.8
재고자산회전율(x)	5.4	4.8	5.1	5.0	5.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온 (068270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.29	산업분석	Buy	304,976	이태영	-13.6	-5.8	
2018.10.12				커버리지 제외			
2020.09.23	산업분석	Buy	370,000	김지하	-	-	