셀트리온
(068270.KS)

순항(順航)

BIO

2020. 05. 11



Bio 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
		O

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	250,000원
현재주가(5/8)	210,500원

Key Data	(기준일: 2020.5.8)
KOSPI(pt)	1,946
KOSDAQ(pt)	682
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	28,356
52 주 최고/최저(원)	236,000 / 137,500
52 주 일간 Beta	0.96
발행주식수(천주)	134,707
평균거래량(3M,천주)	1,681
평균거래대금(3M,백만원)	323,011
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	20.0
주요주주 지분율(%)	1,946
셀트리온홀딩스 외 63 인	22.9
Ion Investments B.V.	9.6

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	22.7	17.2	7.2
KOSPI 대비상대수익률	-6.0	34.8	26.2	17.5

▪ 1Q Review: 매출, 영업이익 고성장세 지속

셀트리온의 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,728 억원, 1,202 억원으로 전년 대비 각각 68%, 55% 증가했다. 컨센서스와 당사 추정치(매출액 3,511 억원, 영업이익 1,250 억원) 대비 영업이익은 소폭 하회했다. 영업이익률은 32.2%로 지난 4 분기 29.8% 대비 개선되었다. 외부 CMO 비용과 1 공장 증설 라인에서의 제조비용도 효율화가 진행되면서 점진적으로 감소할 것으로 판단된다. 또한 미국향 케미칼 약품 수출을 위해 선반영된 비용도 하반기 실제 매출이 발생하면 이익률 개선효과로 돌아올 것이다. 따라서 영업이익률의 분기별 상승세는 2 분기 이후에도 지속될 것으로 판단된다.

▪ 코로나 변수 발생 불구 예정대로 성장 중

코로나 변수에도 불구하고 동사의 2020 년 매출액과 영업이익은 각각 1.6 조원, 6,078 억원으로 지난 해 대비 48%, 61% 증가할 것으로 예상된다. 유럽에서 램시마가 60%의 점유율을 유지하고 있고, 트룩시마와 허쥬마도 바이오시밀러 부문 1 위를 기록하고 있다. 미국에서는 트룩시마가 출시 초기임에도 7% 이상의 점유율을 기록하고 있고, 인플렉트라도 점유율 10%를 돌파했다. 미국의 1 분기 허쥬마 판매시작과 램시마 SC 의 하반기 유럽 처방도 본격화된다. 또한, 2021 년부터는 휴미라, 아바스틴, 졸레어 바이오시밀러들이 순차적으로 허가와 판매 승인되면서 신규성장 동력으로 작용할 것이다.

▪ 목표주가 25 만원 유지

셀트리온에 대해 목표주가 25 만원을 유지한다. 동사는 투자자들에게 제시한 로드맵 대로 성장하고 있다. 3 개의 바이오시밀러와 1 개의 바이오베터에 내년 이후부터도 매년 1 개 이상의 신규 바이오시밀러를 출시할 예정이다. 내년 이후 신규 출시하는 약품들을 제외하고도 동사의 2019~2023 년 매출액과 영업이익 연평균 성장률은 각각 35%, 41%이다. 글로벌 선두 바이오시밀러 업체가 높은 밸류에이션을 받는 것은 당연하다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	1Q20P					2Q20E			2019	2020E		2021E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	373	351	6.1	353	5.7	380	1.9	61.7	1,128	1,665	47.5	2,313	38.9
영업이익	120	125	-4.2	134	-10.3	140	16.6	68.2	378	608	60.8	902	48.4
세전이익	138	124	11.2	125	11.2	136	-1.6	58.9	379	612	61.7	899	46.9
순이익	105	97	8.4	110	-4.4	106	0.9	35.7	298	475	59.3	692	45.8
영업이익률	32.2	35.7	-3.5	38.0	-5.7	36.9	4.6	1.4	33.5	36.5	3.0	39.0	2.5
순이익률	28.2	27.6	0.6	31.2	-3.0	28.0	-0.3	-5.4	26.4	28.5	2.1	29.9	1.4
EPS(원)	3,681	3,395	8.4	2,940	25.2	3,714	0.9	61.3	2,214	4,149	87.4	6,050	45.8
BPS(원)	21,664	21,592	0.3	20,362	6.4	22,593	4.3	15.3	20,744	24,892	20.0	30,942	24.3
ROE(%)	17.0	15.7	1.3	14.4	2.6	16.4	-0.6	4.7	11.2	18.2	7.0	21.7	3.5
PER(X)	57.2	62.0	-	71.6	-	56.7	-	-	81.7	50.7	-	34.8	-
PBR(X)	9.7	9.7	-	10.3	-	9.3	-	-	8.7	8.5	-	6.8	-

자료: 셀트리온, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 분기실적 추정

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q19F
매출액	**221.7**	**235.0**	**289.1**	**382.7**	**372.8**	**379.9**	**439.6**	**472.3**
%YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	61.7%	52.1%	23.4%
바이오의약품	**194.7**	**197.7**	**246.7**	**345.4**	**345.7**	**338.9**	**384.6**	**412.3**
램시마	0	0	0	68.9	70.8	57.2	60.2	60.2
허쥬마	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	60.5	53.7	55.1
트룩시마	73.2	86.9	83.8	95.7	85.8	126.1	113.9	113.9
램시마SC	52.8	63.4	130.1	57.4	108.1	69.1	81.8	93.1
기타	20.0	19.1	29.9	111.9	51.1	26.0	75.0	90.0
케미칼의약품	27.0	37.3	42.4	37.4	27.2	41.0	55.0	60.0
매출원가	88.7	93.5	118.8	197.5	187.5	173.1	197.9	213.7
매출원가율	40.0%	39.8%	41.1%	51.6%	50.3%	45.6%	45.0%	45.2%
판관비	**55.6**	**58.1**	**67.2**	**71.0**	**65.1**	**66.6**	**74.6**	**78.3**
판관비율	25.1%	24.7%	23.2%	18.6%	17.5%	17.5%	17.0%	16.6%
영업이익	**77.4**	**83.4**	**103.1**	**114.2**	**120.2**	**140.2**	**167.0**	**180.3**
영업이익률	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	36.9%	38.0%	38.2%
%YoY	-33.6%	-23.0%	40.1%	182.8%	55.4%	68.2%	61.9%	57.9%
영업외손익	4.0	2.3	3.6	-9.5	18.2	-4.0	-3.0	-7.0
세전이익	81.4	85.7	106.8	104.7	138.4	136.2	164.0	173.3
법인세	18.4	7.4	45.2	9.6	33.1	30.0	36.1	38.1
법인세율	22.6%	8.7%	42.3%	9.2%	23.9%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**63.0**	**78.3**	**61.6**	**95.1**	**105.3**	**106.2**	**127.9**	**135.2**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정

(십억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**471.0**	**603.4**	**670.6**	**949.1**	**982.1**	**1128.5**	**1664.7**	**2312.5**	**3011.5**	**3722.8**
%YoY	108.2%	28.1%	11.1%	41.5%	3.5%	14.9%	47.5%	38.9%	30.2%	23.6%
바이오의약품	**404.6**	**530.8**	**577.6**	**828.9**	**861.9**	**984.5**	**1481.5**	**2062.5**	**2710.5**	**3372.8**
램시마	-	530.8	577.6	561.9	249.6	68.9	248.5	318.5	351.3	370.7
허쥬마	-	-	-	-	169.6	91.3	199.1	289.9	345.6	428.9
트룩시마	-	-	-	267.0	403.7	339.6	439.7	659.2	751.0	872.5
램시마 SC	-	-	-	-	-	303.7	352.1	519.9	942.6	1150.7
기타	-	-	-	-	39.0	180.9	242.1	275.0	320.0	550.0
케미칼의약품	66.4	72.6	93.0	120.2	120.2	144.0	183.2	250.0	301.0	350.0
매출원가	129.9	234.6	274.0	262.0	432.9	498.4	772.2	1097.4	1477.6	1862.3
매출원가율	27.6%	38.9%	40.9%	27.6%	44.1%	44.2%	46.4%	47.5%	49.1%	50.0%
판관비	**139.7**	**109.9**	**146.9**	**165.1**	**210.5**	**252.0**	**284.7**	**313.2**	**347.6**	**385.9**
판관비율	29.7%	18.2%	21.9%	17.4%	21.4%	22.3%	17.1%	13.5%	11.5%	10.4%
영업이익	**201.5**	**259.0**	**249.7**	**522.0**	**338.7**	**378.1**	**607.8**	**901.9**	**1186.3**	**1474.7**
영업이익률	42.8%	42.9%	37.2%	55.0%	34.5%	33.5%	36.5%	39.0%	39.4%	39.6%
%YoY	101.9%	28.5%	-3.6%	109.1%	-35.1%	11.6%	60.8%	48.4%	31.5%	24.3%
영업외손익	(52.4)	(95.8)	(20.4)	(16.3)	(21.0)	0.5	4.2	-3.0	-2.5	-1.0
세전이익	149.1	163.1	229.3	505.7	317.7	378.6	612.0	898.9	1183.8	1473.7
법인세	31.6	4.8	48.9	105.0	64.2	80.6	137.3	206.7	272.3	339.0
법인세율	6.7%	3.0%	21.3%	20.8%	20.2%	21.3%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**117.5**	**158.3**	**180.5**	**400.7**	**253.6**	**298.0**	**474.6**	**692.1**	**911.5**	**1134.7**
목표주가기준 PER							**66.0**	**45.3**	**34.4**	**27.6**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 3 셀트리온의 파이프라인

제품 (바이오시밀러)

제품명	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발단계 (미국)	개발단계 (유럽)
램시마/Inflectra	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	FDA 허가('16.4), 출시	EMA 허가('13.6), 출시
트룩시마/ Truxima	Rituximab	Mapthera/Rituxan(Roche)	비호지킨 림프종	FDA 허가('18.11.29)출시	EMA 허가('17.2), 출시
허쥬마/Herzuma	Trastuzumab	Herceptin(Roche)	유방암	FDA 허가('18.12.15)출시	EMA 허가('18.2), 출시
램시마 SC	infliximab	Remicade (J&J)	자가면역질환	임상 1, 3상 동시 진행 준비 중	EMA 허가 신청('18.11) EMA 판매 승인권고획득 (19.09)

바이오시밀러 후보군

프로젝트	대상물질	오리지널명	주요 적응증	개발 현황
CT-P05	Etanercept	Enbrel (Amgen)	류마티스 관절염	비임상 완료
CT-P14	Palivizumab	Synagis (Astrazeneca)	호흡기 질환	공정 개발 중
CT-P15	Cetuximab	Erbitux (BMS)	직결장암	비임상 완료
CT-P16	Bevacizumab	Avastin (Roche)	대장암	임상 3상 진행 중
CT-P17	Adalimumab	Humira (Abbott)	류마티스 관절염	임상 3상 완료, EMA 허가신청
CT-P39	Omalizumab	Xolair (Novatis/Genentech)	알레르기성 천식/만성 두드러기	임상 1상 진행 중

자체 신약 후보군

프로젝트	협력기관	목표 적응증	개발현황
CT-P27	세브란스병원 / 미국 CDC / 서울대학교 등	인플루엔자	임상 2b상 종료, 연내 3상 진행 예정
CT-G20	-	비후근성심근증	임상 1상 진행 중
CT-P26	셀트리온화학연구소	유방암 (ADC)	비임상
CT-P19	미국 CDC 등	광견병	공정 개발 중
CT-P24	세브란스병원 / 건국대학교 등	B형 간염	공정 개발 중
CT-P25	-	인플루엔자	공정 개발 중

자료: 셀트리온, 유진투자증권

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	**3,315.5**	**3,540.6**	**3,893.7**	**4,500.4**	**5,298.8**
유동자산	1,614.0	1,664.5	1,787.3	2,102.1	2,579.7
현금성자산	558.1	532.4	627.8	821.6	1,141.4
매출채권	830.6	930.9	825.8	1,019.0	1,146.9
재고자산	199.5	163.1	308.9	236.5	266.2
비유동자산	1,701.5	1,876.1	2,106.4	2,398.2	2,719.1
투자자산	47.5	72.4	142.7	148.5	154.6
유형자산	844.2	881.4	923.6	1,011.2	1,145.5
기타	809.8	922.3	1,040.0	1,238.5	1,419.1
부채총계	**883.6**	**907.8**	**986.7**	**1,034.6**	**1,018.2**
유동부채	616.8	678.1	657.2	697.6	683.3
매입채무	45.8	67.4	112.7	181.2	185.0
유동성이자부채	416.8	413.6	356.3	326.3	306.3
기타	154.1	197.1	188.2	190.1	192.0
비유동부채	266.8	229.8	329.5	337.0	334.9
비유동이자부채	224.1	103.1	143.1	143.1	133.1
기타	42.7	126.7	186.4	194.0	201.8
자본총계	**2,431.9**	**2,632.8**	**2,907.0**	**3,465.8**	**4,280.7**
지배지분	2,308.9	2,524.0	2,794.2	3,353.0	4,167.9
자본금	122.7	125.5	128.3	128.3	128.3
자본잉여금	757.6	776.6	802.2	802.2	802.2
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	1,996.9	2,555.7	3,370.6
기타	(21.1)	(79.9)	(133.3)	(133.3)	(133.3)
비지배지분	123.0	108.8	112.8	112.8	112.8
자본총계	**2,431.9**	**2,632.8**	**2,907.0**	**3,465.8**	**4,280.7**
총차입금	640.9	516.7	499.3	469.3	439.3
순차입금	82.8	(15.7)	(128.5)	(352.3)	(702.0)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	**949.1**	**982.1**	**1,128.5**	**1,664.7**	**2,312.5**
증가율(%)	41.5	3.5	14.9	47.5	38.9
매출원가	254.5	432.9	498.4	772.2	1,106.8
매출총이익	**694.6**	**549.2**	**630.0**	**892.5**	**1,205.7**
판매 및 일반관리비	186.8	210.5	251.9	284.7	303.8
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**507.8**	**338.7**	**378.1**	**607.8**	**901.9**
증가율(%)	103.4	(33.3)	11.6	60.8	48.4
EBITDA	**605.8**	**465.5**	**537.3**	**765.6**	**1,083.3**
증가율(%)	79.0	(23.2)	15.4	42.5	41.5
영업외손익	**(16.3)**	**(21.0)**	**0.5**	**4.2**	**(3.0)**
이자수익	5.5	10.8	14.0	9.5	10.0
이자비용	14.5	14.2	6.0	8.9	4.0
지분법손익	2.0	(0.5)	4.5	17.6	17.6
기타영업손익	(9.4)	(17.0)	(12.0)	(14.0)	(26.7)
세전순이익	**491.5**	**317.7**	**378.6**	**612.0**	**898.9**
증가율(%)	114.3	(35.4)	19.1	61.7	46.9
법인세비용	105.3	64.2	80.6	137.3	206.7
당기순이익	**386.2**	**253.6**	**298.0**	**474.6**	**692.1**
증가율(%)	114.0	(34.3)	17.5	59.3	45.8
지배주주지분	382.5	261.8	297.6	558.8	814.9
증가율(%)	114.9	(31.5)	13.6	87.8	45.8
비지배지분	3.7	(8.3)	0.4	(84.2)	(122.8)
EPS(원)	**2,873**	**1,961**	**2,214**	**4,149**	**6,050**
증가율(%)	114.2	(31.7)	12.9	87.4	45.8
수정EPS(원)	2,873	1,961	2,214	4,149	6,050
증가율(%)	114.2	(31.7)	12.9	87.4	45.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업현금	**497.5**	**382.1**	**474.0**	**655.9**	**834.4**
당기순이익	386.2	253.6	298.0	474.6	692.1
자산상각비	98.0	126.8	159.2	157.8	181.4
기타비현금성손익	6.8	(0.7)	105.6	74.1	113.0
운전자본증감	(68.9)	(11.4)	(22.7)	(50.7)	(152.1)
매출채권감소(증가)	(68.1)	2.1	105.1	(193.2)	(127.9)
재고자산감소(증가)	(52.8)	(0.3)	(174.3)	72.4	(29.7)
매입채무증가(감소)	(0.0)	(0.4)	22.1	68.4	3.8
기타	52.0	(12.8)	24.4	1.6	1.7
투자현금	**(245.1)**	**(193.1)**	**(251.4)**	**(435.4)**	**(488.2)**
단기투자자산감소	(138.5)	18.0	46.6	(3.3)	(3.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	15.1	15.0
설비투자	(21.0)	(79.4)	(94.3)	(134.6)	(187.0)
유형자산처분	0.0	0.3	2.6	0.0	0.0
무형자산처분	(87.1)	(125.7)	(191.5)	(309.3)	(309.3)
재무현금	**(96.3)**	**(198.1)**	**(85.9)**	**(30.0)**	**(30.0)**
차입금증가	(35.3)	(123.6)	(29.0)	(30.0)	(30.0)
자본증가	10.0	14.6	16.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0
현금 증감	**150.8**	**(8.7)**	**135.6**	**190.5**	**316.3**
기초현금	268.4	419.2	410.5	546.1	736.6
기말현금	419.2	410.5	546.1	736.6	1,052.9
Gross Cash flow	605.5	469.9	562.8	706.6	986.5
Gross Investment	175.6	222.5	320.7	482.7	636.8
Free Cash Flow	**429.9**	**247.4**	**242.1**	**223.8**	**349.7**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,873	1,961	2,214	4,149	6,050
BPS	17,324	18,842	20,744	24,892	30,942
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	72.3	108.4	95.1	50.7	34.8
PBR	12.0	11.3	10.1	8.5	6.8
EV/ EBITDA	45.8	61.1	52.5	36.6	25.5
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	45.6	60.4	50.3	40.1	28.7
수익성(%)					
영업이익율	53.5	34.5	33.5	36.5	39.0
EBITDA이익율	63.8	47.4	47.6	46.0	46.8
순이익율	40.7	25.8	26.4	28.5	29.9
ROE	17.5	10.8	11.2	18.2	21.7
ROIC	15.8	10.7	11.3	16.3	21.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	3.4	(0.6)	(4.4)	(10.2)	(16.4)
유동비율	261.7	245.5	272.0	301.4	377.5
이자보상배율	35.1	23.8	63.0	68.2	227.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
매출채권회전율	1.2	1.1	1.3	1.8	2.1
재고자산회전율	4.9	5.4	4.8	6.1	9.2
매입채무회전율	23.6	17.4	12.5	11.3	12.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-06-18	Buy	350,000	1년	-21.8	-12.6
2018-11-12	Buy	330,000	1년	-35.7	-25.6
2018-12-03	Buy	330,000	1년	-36.3	-25.6
2019-05-09	Buy	330,000	1년	-42.9	-38.9
2019-05-31	Buy	270,000	1년	-32.9	-20.7
2019-06-17	Buy	270,000	1년	-33.5	-20.7
2019-07-22	Buy	270,000	1년	-35.5	-23.9
2019-10-04	Buy	270,000	1년	-30.6	-23.9
2019-11-07	Buy	270,000	1년	-32.6	-30.4
2019-12-03	Buy	250,000	1년	-24.0	-4.1
2020-01-28	Buy	250,000	1년	-25.6	-8.4
2020-02-20	Buy	250,000	1년	-24.0	-8.4
2020-05-11	Buy	250,000	1년		

셀트리온(068270.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

