

셀트리온 (068270)

2020년 셀트리온이 써 내려갈 신화를 기대해 보자

4분기 론자 CMO 생산 시작

셀트리온의 4분기 연결기준 매출액은 3,827억원(YoY, 57.7%), 영업이익은 1,142억원(YoY, 159.5%, OPM, 29.8%)를 기록, 컨센서스를 하회하는 실적을 시현하였다. 셀트리온의 별도기준 영업이익은 1,072억원(YoY, 170.8%, OPM, 31.0%)을 시현하였다. 2019년 1,2,3분기 별도기준으로 영업이익률이 각각 39.6%, 39.9%, 39.6%로 일정하게 나온 것에 비해 4분기 영업이익률은 약 9%p 가까이 하락했다. 이것은 4분기부터 싱가포르에 위치한 론자 공장에서 램시마를 위탁 생산하면서 아직은 소량 생산되고 밸리데이션 등의 작업으로 인해 원가율이 높아졌기 때문으로 분석된다. 향후 론자의 위탁생산으로 인해 원가율은 증가할 수 있지만 이번 분기와 같이 큰 폭의 증가는 더 이상 발생하지 않을 것으로 보인다.

2020년 진정한 고성장의 원년

2020년 셀트리온의 연결기준 매출액은 전년대비 50% 증가한 약 1.7조원, 영업이익은 전년대비 81% 증가한 약 6,850억원(OPM, 40.4%)을 달성할 수 있을 것으로 추정된다. 증설된 1공장에서 4분기 이미 상업용 생산이 이루어지면서 셀트리온의 자체 생산개파는 19만리터(기존 1공장 5만리터 + 1공장 증설분 5만리터 + 2공장 9만리터)가 되었으며 여기에 론자 CMO 생산개파 8만리터까지 더해져서 총 27만리터를 확보, 전년대비 생산 개파는 두배 가까이 증가하였다. 이로 인해 셀트리온의 매출액은 2020년 분기별 두 자릿수의 성장률을 나타낼 수 있을 것으로 전망된다. 2019년 4분기에는 론자의 생산규모가 적어서 이익률이 훼손되었으나, 2020년 하반기로 갈 수록 론자 위탁생산 물량이 증가하면서 이익률도 점차 개선될 수 있을 것으로 기대된다.

셀트리온 주가 합리적 접근이 가능해진 밸류에이션

2018년 셀트리온의 매출액 성장률이 둔화된 가장 큰 이유는 셀트리온헬스케어가 축적된 악성 재고 및 변동대가로 인해 탐라인은 역성장하고 이익은 적자를 시현했기 때문이다. 결국 셀트리온 그룹의 실제 매출액이라 할 수 있는 셀트리온헬스케어의 매출액이 고성장세를 회복한다면 셀트리온도 이에 발맞추어 공급에 차질이 없도록 생산량을 증가시킬 수밖에 없다. 그리고 공장 비즈니스의 특성 상 매출액이 증가하면 영업이익은 레버리지 효과로 인해 이익률 개선은 자명하다. 셀트리온헬스케어는 2020년 신제품 3개 출시효과(미국시장에서의 트루시마와 허쥬마, 그리고 유럽시장에서의 램시마 SC)로 인해 전년대비 큰 폭의 성장세를 보일 수 있을 것이라는 기대감이 점차 각종 지표를 통해 현실화되고 있다. 현재 셀트리온의 주가는 12MF PER 40~50배로 과거와는 달리 매우 합리적인 구간 안에서 움직인다. 셀트리온은 이제 예측 가능한 합리적인 회사로 변모하고 있는 중이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 233,000원 | CP(2월 19일): 181,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,210.34
52주 최고/최저(원)	211,565 / 135,153
시가총액(십억원)	23,294.4
시가총액비중(%)	1.93
발행주식수(천주)	134,704.3
60일 평균 거래량(천주)	633.0
60일 평균 거래대금(십억원)	111.9
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	20.39
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 62 인	22.90
Ion Investments B.V. 외 1 인	9.55
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.7 24.2 (11.6)
상대	5.6 9.0 (11.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,105.6	1,470.8
영업이익(십억원)	399.7	565.9
순이익(십억원)	315.5	445.8
EPS(원)	2,402	3,510
BPS(원)	21,185	24,824

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	949.1	982.1	1,128.5	1,694.3	2,169.1
영업이익	십억원	507.8	338.7	378.1	684.8	843.1
세전이익	십억원	491.5	317.7	378.5	687.2	850.4
순이익	십억원	386.2	253.6	297.9	543.1	673.3
EPS	원	2,858	1,952	2,286	4,163	5,067
증감률	%	114.4	(31.7)	17.1	82.1	21.7
PER	배	72.59	108.87	79.19	43.60	35.82
PBR	배	11.77	10.80	8.26	6.96	6.03
EV/EBITDA	배	45.11	60.17	45.69	28.47	23.51
ROE	%	17.53	10.84	11.48	18.01	18.57
BPS	원	17,622	19,681	21,912	26,087	30,122
DPS	원	0	0	0	0	0



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

표 1. 셀트리온 4Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	382.7	242.6	57.8	344.4	11.1
영업이익	114.2	44.0	159.5	133.8	(14.7)
세전이익	104.7	42.8	144.6	127.1	(17.6)
당기순이익	95.1	37.3	154.7	107.8	(11.8)
OPM %	29.8	18.1		38.9	
NPM %	24.8	15.4		31.3	

자료: 하나금융투자

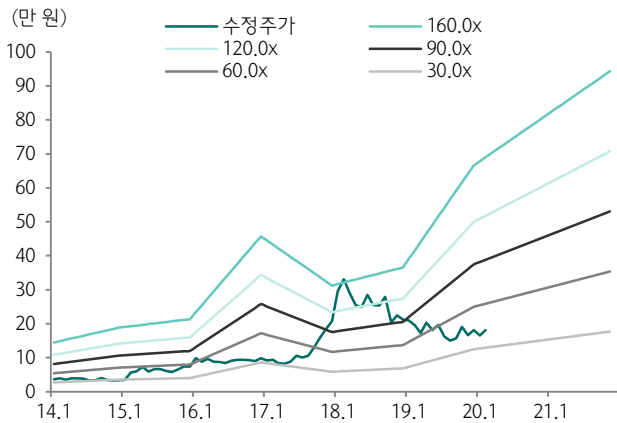
표 2. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	365.4	408.3	445.8	474.8	982.1	1,128.5	1,694.3
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	64.8%	73.8%	54.2%	24.1%	3.5%	14.9%	50.1%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	345.4	327.6	359.5	396.4	426.2	861.9	981.9	1,509.8
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	63.7%	71.1%	82.6%	59.7%	23.4%	4.0%	13.9%	53.8%
램시마				68.9	80.0	100.0	120.0	130.0	176.8	68.9	430.0
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	57.4	66.3	95.2	104.1	91.9		301.9	357.4
트룩시마	73.2	86.9	83.8	95.7	95.1	104.3	117.4	124.4	383.0	339.6	441.2
허쥬마	48.8	28.2	2.9	11.5	51.2	42.3	50.0	34.4	206.2	91.3	178.0
TEVA			23.1	61.2		30.0	30.0	40.0	68.7	84.4	100.0
기타	18.6	18.2	8.3	50.7	35.0	30.0	25.0	40.0	27.1	95.8	130.0
셀트리온제약(별도)	37.8	42.6	47.4	37.4	45.3	53.3	56.0	48.6	139.5	165.2	203.1
YoY	47.7%	31.5%	44.4%	-23.2%	20.0%	25.0%	18.0%	30.0%	7.7%	18.4%	23.0%
기타 및 연결조정	(7.6)	(4.5)	(6.6)		(7.6)	(4.5)	(6.6)		(19.3)	(18.6)	(18.6)
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	211.9	245.0	276.4	299.1	549.2	629.9	1,032.4
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	77.0%	59.4%	73.2%	62.3%	61.5%	-20.9%	14.7%	63.9%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	48.4%	58.0%	60.0%	62.0%	63.0%	55.9%	55.8%	60.9%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	69.8	80.2	91.9	105.8	210.5	251.9	347.6
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	17.1%	25.5%	38.1%	36.8%	48.9%	12.7%	19.7%	38.0%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	36.9	33.7	47.5	58.6	68.2	119.7	138.4	208.0
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	34.1	36.1	32.7	33.2	37.6	90.8	113.5	139.6
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	142.1	164.8	184.5	193.4	338.7	378.1	684.8
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	83.7%	97.7%	78.9%	69.3%	-33.3%	11.6%	81.1%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	38.9%	40.4%	41.4%	40.7%	34.5%	33.5%	40.4%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	95.1	110.1	152.2	106.2	174.5	253.6	297.9	543.1
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	74.7%	94.4%	72.5%	83.6%	-34.3%	17.5%	82.3%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	24.8%	30.1%	37.3%	23.8%	36.8%	25.8%	26.4%	32.1%

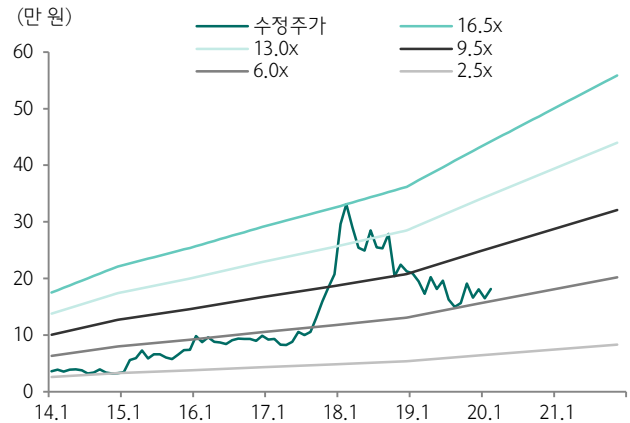
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



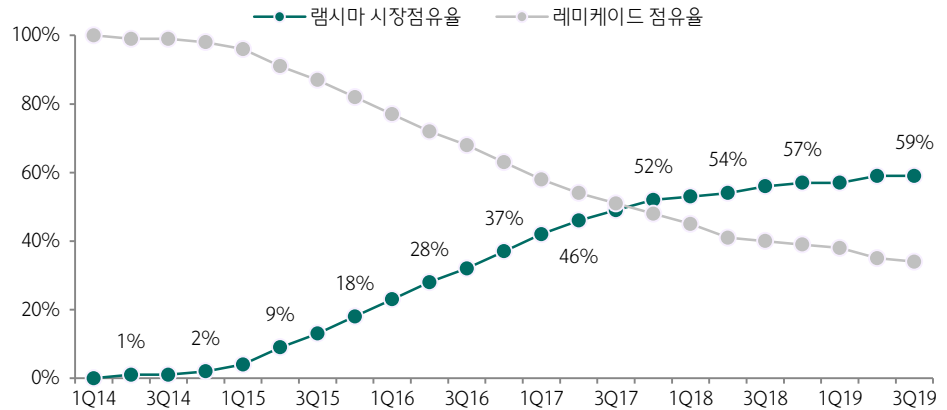
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



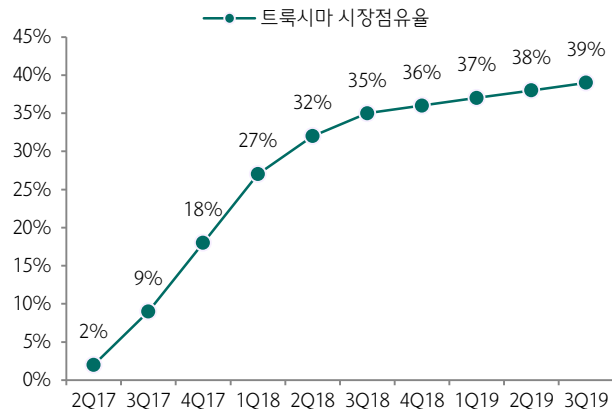
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



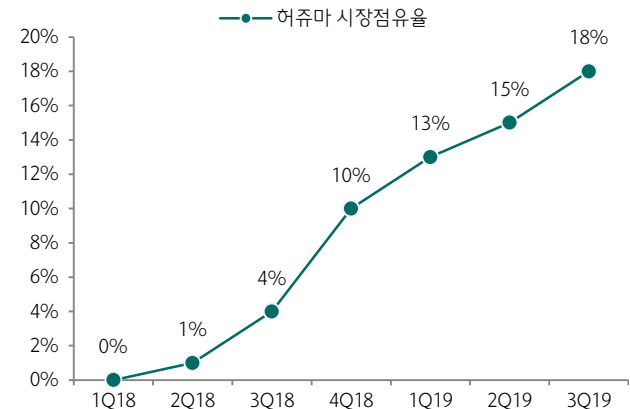
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽시장에서 트록시마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 매출 구성 추이

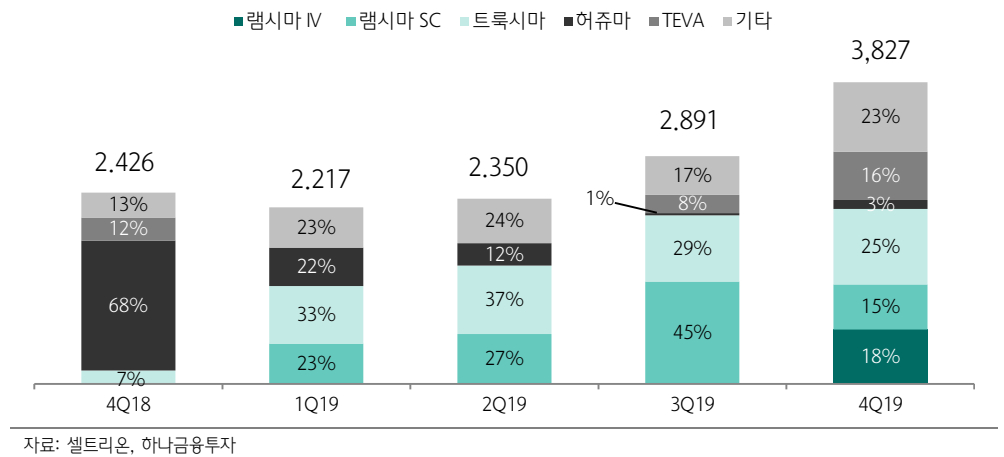
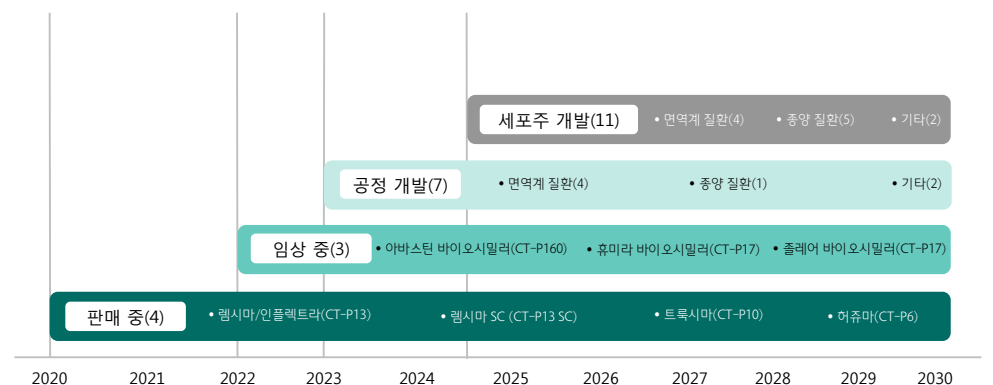


표 3. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
Remsima SC (CT-P13 SC)		Celltrion	자가면역질환	45.3	임상 3상 진행 중	승인 (2019.11월)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	Abbvie	자가면역질환	22.2	글로벌 임상 3상 완료, 허가신청 준비중	
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	5.8	글로벌 임상 3상 진행 중	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genetech	알레르기성 천식, 만성두드러기	3.0	임상 1상 진행중(2019.07월~)	

자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



추정 재무제표

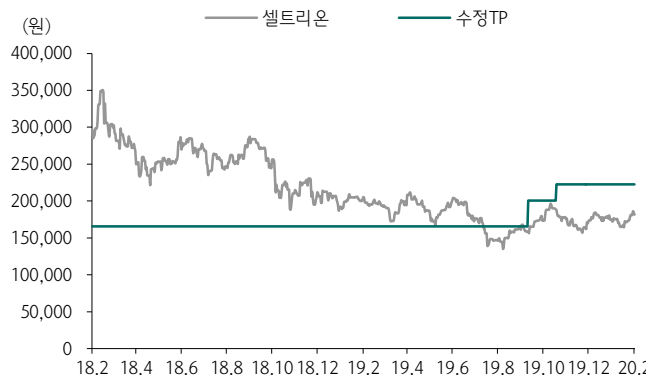
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,128.5	1,694.3	2,169.1
매출원가	254.5	432.9	498.5	661.9	802.6
매출총이익	694.6	549.2	630.0	1,032.4	1,366.5
판매비	186.8	210.5	251.9	347.6	523.4
영업이익	507.8	338.7	378.1	684.8	843.1
금융손익	(18.0)	3.5	3.3	2.4	6.5
중속/관계기업손익	2.5	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(24.0)	(2.4)	0.0	0.7
세전이익	491.5	317.7	378.5	687.2	850.4
법인세	105.3	64.2	80.6	144.2	177.1
계속사업이익	386.2	253.6	297.9	543.1	673.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	386.2	253.6	297.9	543.1	673.3
비지배주주지분 손이익	3.7	(8.3)	(9.7)	(17.7)	(22.0)
지배주주순이익	382.5	261.8	307.6	560.8	695.3
지배주주지분포괄이익	384.7	263.8	307.4	560.5	694.9
NOPAT	399.0	270.3	297.5	541.2	667.6
EBITDA	605.8	465.5	506.7	812.0	972.2
성장성(%)					
매출액증가율	41.5	3.5	14.9	50.1	28.0
NOPAT증가율	103.1	(32.3)	10.1	81.9	23.4
EBITDA증가율	79.0	(23.2)	8.9	60.3	19.7
영업이익증가율	103.4	(33.3)	11.6	81.1	23.1
(지배주주)순이익증가율	114.9	(31.6)	17.5	82.3	24.0
EPS증가율	114.4	(31.7)	17.1	82.1	21.7
수익성(%)					
매출총이익률	73.2	55.9	55.8	60.9	63.0
EBITDA이익률	63.8	47.4	44.9	47.9	44.8
영업이익률	53.5	34.5	33.5	40.4	38.9
계속사업이익률	40.7	25.8	26.4	32.1	31.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,858	1,952	2,286	4,163	5,067
BPS	17,622	19,681	21,912	26,087	30,122
CFPS	4,525	3,503	3,773	6,043	7,110
EBITDAPS	4,527	3,470	3,765	6,028	7,085
SPS	7,093	7,321	8,386	12,578	15,807
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.6	108.9	79.2	43.6	35.8
PBR	11.8	10.8	8.3	7.0	6.0
PCFR	45.9	60.7	48.0	30.0	25.5
EV/EBITDA	45.1	60.2	45.7	28.5	23.5
PSR	29.3	29.0	21.6	14.4	11.5
재무비율(%)					
ROE	17.5	10.8	11.5	18.0	18.6
ROA	12.1	7.6	8.2	12.9	13.6
ROIC	15.4	10.2	10.6	17.2	18.3
부채비율	36.3	34.5	35.5	35.3	32.9
순부채비율	3.4	(0.6)	(6.0)	(7.5)	(11.9)
이자보상배율(배)	35.1	23.8	31.5	52.3	66.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,059.6	2,770.7	3,521.3
금융자산	558.1	532.4	760.2	824.5	1,032.4
현금성자산	419.2	410.5	620.4	615.1	764.7
매출채권 등	831.4	931.8	1,070.7	1,607.5	2,058.0
재고자산	199.5	163.1	187.4	281.4	360.3
기타유동자산	25.0	37.2	41.3	57.3	70.6
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,911.8	1,931.1	1,996.0
투자자산	33.2	47.0	51.3	67.8	81.7
금융자산	16.2	0.7	0.8	1.2	1.6
유형자산	844.2	881.4	899.7	908.8	947.2
무형자산	809.8	922.3	935.4	929.1	941.7
기타비유동자산	14.3	25.4	25.4	25.4	25.4
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,971.4	4,701.8	5,517.3
유동부채	616.8	678.1	713.2	838.8	936.3
금융부채	416.8	413.6	403.6	396.7	388.7
매입채무 등	104.5	157.1	180.5	271.1	347.0
기타유동부채	95.5	107.4	129.1	171.0	200.6
비유동부채	266.8	229.8	326.6	386.6	429.9
금융부채	224.1	103.1	181.1	168.1	150.1
기타비유동부채	42.7	126.7	145.5	218.5	279.8
부채총계	883.6	907.8	1,039.8	1,225.4	1,366.2
지배주주지분	2,308.9	2,524.0	2,832.6	3,395.1	4,091.8
자본금	122.7	125.5	127.9	130.4	132.9
자본잉여금	757.6	776.6	776.6	776.6	776.6
자본조정	(29.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)
기타포괄이익누계액	8.7	10.0	10.9	12.6	14.0
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,006.9	2,565.3	3,258.0
비지배주주지분	123.0	108.8	99.0	81.3	59.3
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,931.6	3,476.4	4,151.1
순금융부채	82.8	(15.7)	(175.5)	(259.7)	(493.6)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	312.6	227.3	427.2
당기순이익	386.2	253.6	297.9	543.1	673.3
조정	180.2	139.9	129.2	126.8	125.3
감가상각비	98.0	126.8	128.7	127.2	129.0
외환거래손익	8.8	(0.3)	(1.8)	(0.9)	(0.6)
지분법손익	(2.0)	0.5	0.5	0.0	0.0
기타	75.4	12.9	1.8	0.5	(3.1)
영업활동 자산부채 변동	(68.9)	(11.4)	(114.5)	(442.6)	(371.4)
투자활동 현금흐름	(245.1)	(193.1)	(170.8)	(202.6)	(235.7)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(13.3)	(4.8)	(16.5)	(13.9)
유형자산감소(증가)	(21.0)	(79.1)	(60.0)	(50.0)	(80.0)
기타	(215.3)	(100.7)	(106.0)	(136.1)	(141.8)
재무활동 현금흐름	(96.3)	(198.1)	56.1	(33.2)	(38.8)
금융부채증가(감소)	(38.0)	(124.3)	68.0	(19.9)	(26.0)
자본증가(감소)	10.3	19.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(68.6)	(93.1)	(11.9)	(13.3)	(12.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	150.8	(8.7)	209.8	(5.3)	149.6
Unlevered CFO	605.5	469.9	507.7	814.1	975.6
Free Cash Flow	476.4	302.7	252.6	177.3	347.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.7	BUY	222,549		
19.9.30	BUY	200,581	-10.54%	-2.14%
17.9.19	BUY	165,618	32.47%	111.62%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 19일

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 2월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 02월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.