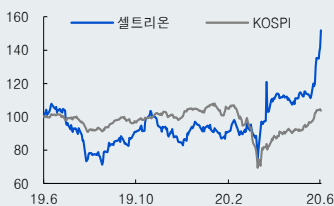


바이오/헬스케어
Company Report
2020.6.12

투자요건(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 350,000원
현재주가(20/06/11)	288,000원
상승여력	22%

영업이익(20F,십억원)	634
Consensus 영업이익(20F,십억원)	615
EPS 성장률(20F,%)	66.9
MKT EPS 성장률(20F,%)	25.8
P/E(20F,x)	78.0
MKT P/E(20F,x)	15.0
KOSPI	2,176.78
시가총액(십억원)	38,863
발행주식수(백만주)	135
유동주식비율(%)	75.7
외국인 보유비중(%)	21.0
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	135,153
52주 최고가(원)	288,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	36.8	83.3	49.3
상대주가	21.6	77.3	44.8



[바이오/헬스케어]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraeasset.com

셀트리온 (068270)

바이오시밀러 회사에서 종합 제약사로 발돋움

바이오의약품뿐만 아니라 케미칼의약품까지 아우르는 종합 제약사

전일 셀트리온은 일본 1위 제약사인 다케다의 아시아태평양지역 의약품 사업부문을 양수했다고 밝혔다. 한국과 호주, 대만, 태국, 홍콩, 마카오, 필리핀, 싱가포르, 말레이시아 등 9개 국가에서 18품목(오리지널 전문의약품 12품목, 일반의약품 6품목)에 대한 모든 권리를 이전 받았으며, 이 중 당뇨치료제 네시아와 액토스, 고혈압치료제 이달비, 종합감기약 화이트벤, 구내염치료제 알보칠 등 유명 브랜드 약물이 포함되어 있다. 양수 금액은 3,324억원으로 EBITDA의 8.6배이며 이는 다케다의 타 지역 매각 사례인 약 9.4배 대비 좋은 조건이다. 9개 국가에서의 19년 매출액은 약 1,605억원이다.

긍정적인 부분이 더 크다

우리는 이번 계약을 긍정적으로 평가한다. 비록 올해와 내년 실적 기여도는 크지 않으나 ① 바이오시밀러 회사에서 케미칼의약품까지 아우르는 종합 제약사로 첫발을 내디뎠으며, ② 기존 미국과 유럽에 강점이 있었다면 이제 아시아태평양 시장에 본격적으로 진출하게 되었고, ③ 의약품 포트폴리오 구축과 영업망 확보로 신제품 출시가 용이해졌으며, ④ 셀트리온제약의 cGMP급 생산 설비를 활용할 수 있고, ⑤ 현재 개발 중인 인슐린 바이오시밀러 출시 시 액토스(TZD계열)와 네시아(DPP-4계열)로 시너지 효과가 예상되기 때문이다.

선진 시장과 중국 판권이 빠졌으며, 대부분 제품의 글로벌 매출액이 하락세에 접어들었다는 점은 아쉬운 부분이다. 하지만 ① 1Q20 기준 현금및현금성자산과 단기금융자산이 약 6천억 원이라는 점을 고려하면 부담되지 않는 적절한 투자였으며, ② 해당 국가에서는 제약시장의 높은 성장률로 양수 품목의 매출액이 최근 3년 동안 연평균 3.9%씩 성장해왔다. 따라서 부정적인 부분보다 긍정적인 부분이 더 크다는 판단이다.

목표주가 26만원에서 35만원으로 상향하며 Top picks 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 26만원에서 35만원으로 상향한다. 유동사인 셀트리온헬스케어의 매출액 상향과 이번 다케다 사업부 인수를 반영했고, 기존 EPS를 2021년에서 2023년으로 변경했기 때문이다. ① 빠른 개발 속도와 우수한 임상 데이터, 강한 마케팅으로 유럽 바이오시밀러 점유율 1위를 유지하고 있으며, ② 최근 미국에서 출시된 트루스마와 허주마의 성과로 올해 높은 실적 성장세가 예상되고, ③ 하반기 램시마SC, 내년 고농도 휴미라 바이오시밀러의 출시로 신제품 효과가 이어질 것이라는 점이 투자포인트다. 셀트리온헬스케어와 함께 당사 바이오/헬스케어 업종 Top picks 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	949	982	1,128	1,653	2,075	2,576
영업이익 (십억원)	508	339	378	634	834	1,080
영업이익률 (%)	53.5	34.5	33.5	38.4	40.2	41.9
순이익 (십억원)	382	262	298	498	666	863
EPS (원)	2,858	1,952	2,211	3,691	4,709	5,830
ROE (%)	17.5	10.8	11.2	16.4	18.4	19.7
P/E (배)	72.6	108.9	81.9	78.0	61.2	49.4
P/B (배)	11.8	10.8	8.2	11.2	10.3	8.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온

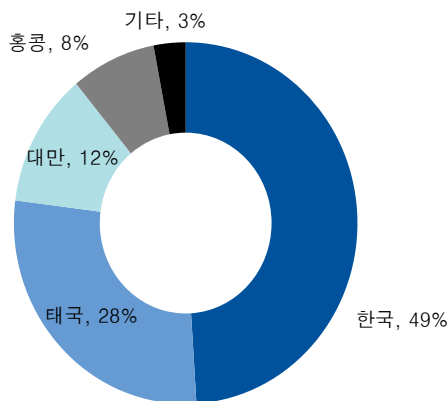
바이오시밀러 회사에서 종합 제약사로 발돋움

표 1. 다케다로부터 양수한 품목

구분	의약품	양수 품목수
전문약품	Actos, Basen, Edarbi, Madipine, Nesia, Blopress, Doribax, Gutron, Rozerem, Ubretid, Zafatek, Condylone	12개
일반약품	Whituben Caps, Whituben Nasal Spray, Albothyl, Magesto, Nevramin, Calcichew	6개

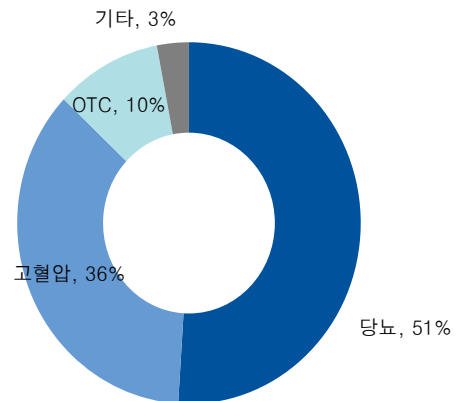
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 양수 품목의 국가별 매출 비중 (19년)



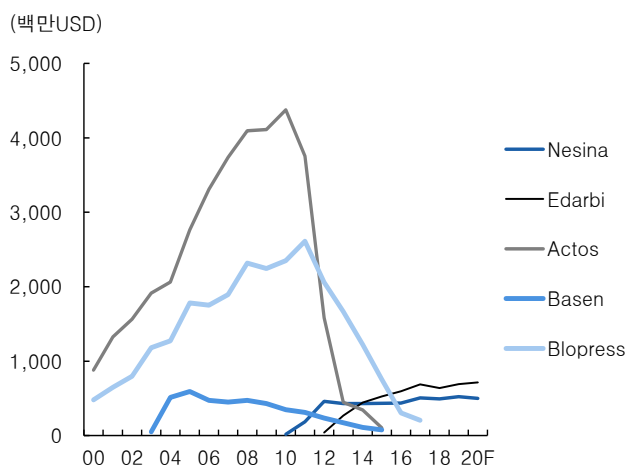
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 양수 품목의 치료군별 매출 비중 (19년)



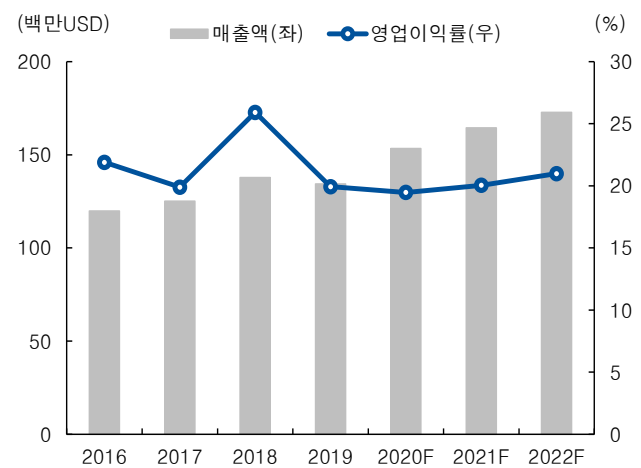
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 양수 품목의 글로벌 매출액 추이 및 전망



자료: GlobalData, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 양수 품목의 아시아태평양지역 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 목표주가 산정 내역

(십억원, 원)

	2020	2021	2022	2023
셀트리온헬스케어 매출액	1,840	2,343	2,968	3,705
약 9개월 선매출 반영 가정	2,217	2,812	3,520	4,302
기존 셀트리온 매출액 (a)	1,552	1,968	2,464	3,011
기존 셀트리온 영업이익 (b)	607	805	1,048	1,327
다케다 양수부문 매출액	169	177	186	195
셀트리온 반영분 (c)	101	106	111	117
다케다 양수부문 영업이익	35	39	43	49
셀트리온 반영분 (d)	27	29	32	37
변경 셀트리온 매출액 (a+c)	1,653	2,075	2,576	3,128
변경 셀트리온 영업이익 (b+d)	634	834	1,080	1,364
현가화한 EPS	3,691	4,709	5,500	6,295
Target P/E 적용	203,005	258,987	302,519	346,206
목표주가				35만원

자료: 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온

바이오시밀러 회사에서 종합 제약사로 발돋움

셀트리온 (068270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	1,128	1,653	2,075	2,576
매출원가	498	711	886	1,087
매출총이익	630	942	1,189	1,489
판매비와관리비	252	309	355	409
조정영업이익	378	634	834	1,080
영업이익	378	634	834	1,080
비영업손익	1	-3	8	15
금융손익	1	2	8	15
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	379	631	842	1,095
계속사업법인세비용	81	132	175	230
계속사업이익	298	498	667	865
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	298	498	667	865
지배주주	298	498	666	863
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	291	498	667	865
지배주주	291	497	665	863
비지배주주	1	1	1	2
EBITDA	537	791	990	1,235
FCF	380	294	407	532
EBITDA 마진율 (%)	47.6	47.9	47.7	47.9
영업이익률 (%)	33.5	38.4	40.2	41.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.4	30.1	32.1	33.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	1,787	2,247	2,878	3,699
현금 및 현금성자산	546	668	903	1,254
매출채권 및 기타채권	826	1,076	1,350	1,676
재고자산	309	371	465	578
기타유동자산	106	132	160	191
비유동자산	2,106	2,111	2,120	2,142
관계기업투자등	48	70	88	109
유형자산	924	921	922	926
무형자산	1,040	1,021	1,009	1,003
자산총계	3,894	4,358	4,998	5,841
유동부채	657	643	638	639
매입채무 및 기타채무	113	135	170	211
단기금융부채	356	324	289	253
기타유동부채	188	184	179	175
비유동부채	330	309	288	265
장기금융부채	143	128	112	95
기타비유동부채	187	181	176	170
부채총계	987	952	926	904
지배주주지분	2,794	3,292	3,958	4,821
자본금	128	135	141	148
자본잉여금	802	802	802	802
이익잉여금	1,997	2,488	3,147	4,004
비지배주주지분	113	113	114	116
자본총계	2,907	3,405	4,072	4,937

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	474	340	456	583
당기순이익	298	498	667	865
비현금수익비용가감	265	285	318	367
유형자산감가상각비	48	48	48	48
무형자산상각비	111	109	108	107
기타	106	128	162	212
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-311	-353	-418
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-163	-249	-296
재고자산 감소(증가)	-174	-62	-94	-112
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	22	9	13	16
법인세납부	-66	-132	-175	-230
투자활동으로 인한 현금흐름	-251	-139	-142	-150
유형자산처분(취득)	-92	-46	-49	-52
무형자산감소(증가)	-191	-90	-95	-101
장단기금융자산의 감소(증가)	39	-15	-18	-21
기타투자활동	-7	12	20	24
재무활동으로 인한 현금흐름	-86	-58	-60	-62
장단기금융부채의 증가(감소)	-17	-47	-51	-53
자본의 증가(감소)	26	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-95	-11	-9	-9
현금의 증가	136	122	236	351
기초현금	411	546	668	903
기말현금	546	668	903	1,254

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	81.9	78.0	61.2	49.4
P/CF (x)	43.3	49.6	41.4	34.6
P/B (x)	8.2	11.2	10.3	8.9
EV/EBITDA (x)	43.2	48.9	38.8	30.7
EPS (원)	2,211	3,691	4,709	5,830
CFPS (원)	4,183	5,810	6,964	8,316
BPS (원)	22,058	25,707	27,917	32,213
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	14.9	46.5	25.5	24.1
EBITDA증가율 (%)	15.5	47.3	25.2	24.7
조정영업이익증가율 (%)	11.5	67.7	31.5	29.5
EPS증가율 (%)	13.3	66.9	27.6	23.8
매출채권 회전율 (회)	1.4	1.8	1.9	1.9
재고자산 회전율 (회)	4.8	4.9	5.0	4.9
매입채무 회전율 (회)	15.7	15.1	15.3	15.1
ROA (%)	8.0	12.1	14.3	16.0
ROE (%)	11.2	16.4	18.4	19.7
ROIC (%)	10.7	16.5	19.7	22.9
부채비율 (%)	33.9	28.0	22.7	18.3
유동비율 (%)	272.0	349.3	450.8	579.1
순차입금/자기자본 (%)	-4.4	-9.2	-15.1	-21.1
조정영업이익/금융비용 (x)	34.9	62.5	91.7	135.2

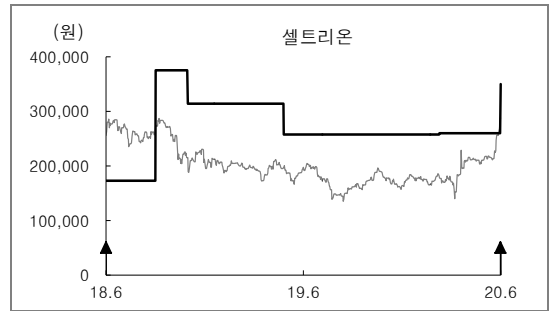
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온

바이오시밀러 회사에서 종합 제약사로 발돋움

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온(068270)				
2020.06.12	매수	350,000	-	-
2020.02.20	매수	260,000	-22.17	10.77
2020.01.21	매수	257,889	-32.65	-27.88
2019.05.08	매수	257,889	-32.65	-20.74
2018.11.11	매수	314,360	-35.91	-26.72
2018.09.13	매수	375,355	-33.93	-23.50
2017.09.25	매수	172,979	41.84	102.62



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.