



Outperform(Upgrade)

목표주가: 230,000원
주가(4/5): 192,000원

시가총액: 240,886억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/5)		2,209.61pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	300,632원	180,500원
등락률	-36.1%	6.4%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.6%	-9.8%
6M	-32.4%	-30.6%
1Y	-33.8%	-26.9%

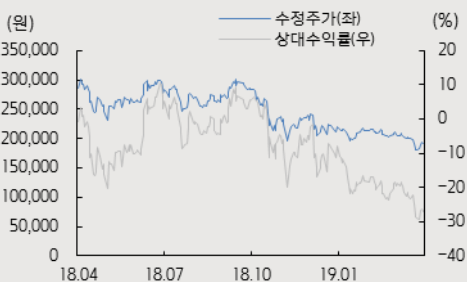
Company Data

발행주식수	125,461천주
일평균 거래량(3M)	602천주
외국인 지분율	19.6%
배당수익률(2019E)	0.0%
BPS(2019E)	22,468원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 22.9%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	949.1	982.1	1,126.1	1,405.4
영업이익	507.8	338.7	425.5	578.6
EBITDA	605.8	465.5	562.1	701.8
세전이익	491.5	317.7	432.8	597.3
순이익	386.2	253.6	345.4	476.7
지배주주지분순이익	382.5	261.8	348.8	471.9
EPS(원)	3,000	2,049	2,726	3,688
증감률(% YoY)	114.4	-31.7	33.1	35.3
PER(배)	72.4	108.6	71.0	52.5
PBR(배)	12.00	11.28	8.61	7.40
EV/EBITDA(배)	45.1	60.2	42.6	33.5
영업이익률(%)	53.5	34.5	37.8	41.2
ROE(%)	17.5	10.8	12.9	15.2
순차입금비율(%)	3.4	-0.6	-13.9	-24.8

Price Trend



셀트리온 (068270)

실적 바닥을 지나서 1Q19 눈높이 부합 예상



1분기 영업이익의 시장 기대치 소폭 상회 전망됩니다. 전분기 대비 이익이 개선되며 4Q18 최악의 실적을 지나고 있는 것으로 보입니다. 증설한 1공장 가동, 램시마 SC 유럽 및 트룩시마 미국 출시, 기저효과 등으로 하반기 본격적인 실적 개선이 기대됩니다.

>>> 전분기대비 1Q19 영업이익 개선

1분기 연결 매출액 2,007억원(YoY -18.1%), 영업이익 709억원(YoY -37.2%, OPM 35.3%)로 컨센서스 매출액 -11% 하회하나 영업이익은 +4% 상회가 예상된다. 전년동기대비는 역성장이나, 전분기대비 +61% 성장하며 4Q18 최악의 실적을 지나갈 수 있을 것으로 보인다. 이익 개선의 주요인종으로 1) 고마진 램시마SC 공급 계약 개시, 2) 1공장 가동, 3) 4Q18과 같은 변동단가 쇼크 및 일회성 비용이 없기 때문이다.

1) 1분기 셀트리온헬스케어로 1,680억원 공급되었으며, 램시마SC 물량은 약 300억원 판매되었을 것으로 추정된다. 램시마SC는 동사의 제품 중 가장 고마진 제품으로 향후 램시마의 ASP 상승 효과가 기대된다.

2) 2월부터 기존 1공장(5만L) 가동이 개시되어 3월말부터 제품 출하가 되었고, 증설한 1공장(5만L)은 하반기 밸리데이션 배치 승인 받은 후 가동이 예상되어 하반기 실적 개선 폭이 더욱 높을 것으로 예상된다.

3) 4Q18 2개년치 변동단가 청산으로 실적 쇼크 발생했으나, 1Q19 보수적인 가격 책정으로 가격 하락 관련 변동단가 쇼크 영향 적을 것으로 전망된다.

>>> 가동에 램시마SC라는 단비가 내릴까

램시마SC는 하반기 유럽 승인이 예상되며, 셀트리온헬스케어가 구축한 직판체제로 판매된다. 셀트리온헬스케어의 직판체제가 올해 상반기 완료된다면, 하반기 램시마SC 판매에 무리가 없을 뿐더러 수익성 개선 또한 기대해 볼 수 있다. 미국은 1,2상 면제로 시간과 비용을 아낄 수 있게 되었다. 올해 하반기 3상 환자 모집이 예상되며, '22년 출시가 전망된다.

>>> 투자의견과 목표주가 상향

실적 우려를 딛고 1분기 영업이익은 컨센서스 수준이 예상되며, 2분기와 3분기도 계단식 실적 개선이 전망된다. 셀트리온헬스케어의 상반기 직판체제 구축으로 인한 실적 변동성이 예상되어 셀트리온의 실적 신뢰도는 하반기 더 높아질 것으로 보인다. 고마진 품목 램시마SC의 하반기 유럽 승인과 트룩시마의 하반기 미국 출시 또한 마진 개선에 도움을 줄 수 있을 것으로 전망된다. 현재 약재가 될 만한 리스크가 보이지 않아 하방 경직이 예상된다. 목표주가는 기존 5개년 PER 적용에서 최근 4개년으로 변경함에 따라 23만원 투자의견 Outperform으로 상향한다.

실적 전망

구 분	1Q19E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
				2019	컨센서스	차이
매출액	200.7	226.7	-11%	1,126.1	1,151.9	-2.2%
yoy	-18.1%	-7.5%		14.7%	17.3%	
영업이익	70.9	68.0	4%	425.5	423.0	0.6%
yoy	-37.2%	-39.7%		25.6%	24.9%	
OPM	35.3%	30.0%		37.8%	36.7%	
지배주주순이익	62.2	51.0	22%	348.8	334.1	4.4%
yoy	-25.5%	-38.9%		33.2%	27.6%	
NPM	31.0%	22.5%		31.0%	29.0%	

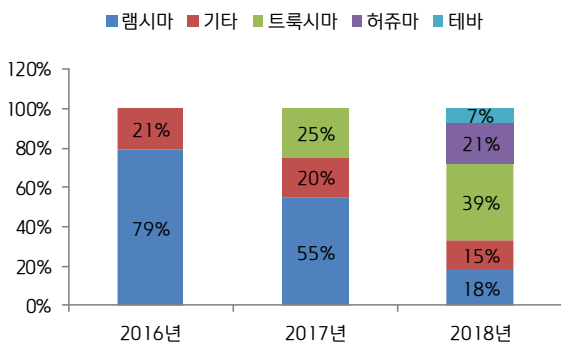
자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 세부 내역

구 분	가치 산정	비 고	(단위, 억원, 천 주)	
			가치	주 수
① 영업가치	274,010	'20년 EPS 현재가치로 할인 * 4개년 평균 PER ('15~'18년)		
② 비영업가치	8,013			
관계기업				
- 셀트리온제약	8,013	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용		
③ 순차입금	(158)			
④ 유통 주식 수	124,603			
⑤ 기업가치(=①+②-③)	282,181			
⑥ 목표주가(=⑤/④)	230,000			

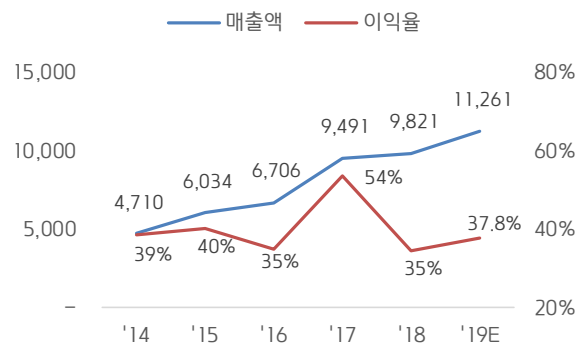
자료: 키움증권 리서치센터

연도별 시장 비중



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

매출액과 이익율 추이



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

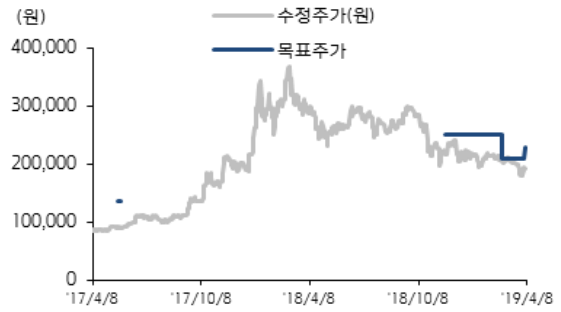
- 당사는 4월 5일 현재 '셀트리온' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 (068270)	2017-05-22	Buy(Maintain)	135,000원	6개월	63.62	171.81
담당자 변경	2018-11-21	Marketperform (Reinitiate)	250,000원	6개월	-10.81	-3.52
	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	250,000원	6개월	-13.43	-3.52
	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	210,000원	6개월	-5.18	0.48
	2019-04-08	Outperform (Upgrade)	230,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%