



BUY(Upgrade)

주가(2/19): 181,500원

목표주가: 240,000원

시가총액: 232,944억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/19)	2,210.34pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	211,565 원	135,153원
등락률	-14.2%	34.3%
수익률	절대	상대
1M	5.2%	7.7%
6M	22.6%	8.7%
1Y	-11.0%	-10.2%

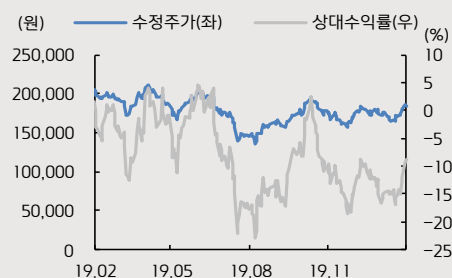
Company Data

발행주식수	128,344 천주
일평균 거래량(3M)	628천주
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2019E)	0.0%
BPS(2019E)	20,965원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 66 인
	22.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	949.1	982.1	1,128.5	1,525.0
영업이익	507.8	338.7	378.1	618.6
EBITDA	605.8	465.5	514.6	741.8
세전이익	491.5	317.7	378.3	629.3
순이익	386.2	253.6	297.8	495.4
지배주주지분순이익	382.5	261.8	297.4	496.4
EPS(원)	2,858	1,952	2,208	3,685
증감률(% YoY)	114.4	-31.7	13.1	66.9
PER(배)	72.6	108.9	82.0	50.1
PBR(배)	12.03	11.31	8.63	7.47
EV/EBITDA(배)	45.1	60.2	44.7	31.1
영업이익률(%)	53.5	34.5	33.5	40.6
ROE(%)	17.5	10.8	11.1	16.1
순차입금비용(%)	3.4	-0.6	-11.9	-20.3

Price Trend



실적 Review

셀트리온 (068270)

3년만에 이익을 회복 기대



4분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회하였다. CMO 초기 단계 및 제품 다변화, 트룩시마 제조소 확대 등으로 원가율이 일시적으로 상승했기 때문이다. '20년에는 생산공정 효율화 및 램시마IV+SC, 트룩시마, 허주마 등 고른 제품 성장으로 견조한 실적 성장이 기대된다. 셀트리온헬스케어가 연초 대비 +27% 상승한데 반해 같은 기간 동사의 주가는 1% 상승에 그쳤다. '20년 이익을 회복에 대한 신뢰도가 올라간다면 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

>>> 일시적 요인으로 4Q19 실적 기대치 소폭 하회

4Q19 연결 매출액 3,827억원(YoY +58%), 영업이익 1,142억원(YoY +160%, OPM 30%)로 영업이익이 시장 기대치를 -15% 하회하였으나 당사 추정치에는 대체로 부합하였다. 매출액은 램시마IV가 6개 분기 만에 매출(약 700억원) 발생하였고, 트룩시마의 공급 매출이 지속 상승하고 있으며 용역과 자회사 매출 등의 증가 영향으로 견조한 성장을 기록하였다.

다만, 4분기에 물량 공급 증가에 따른 CMO 초기 소량 생산 및 트룩시마 제조소 확대(기존 2공장 → 1공장)로 인한 제품 체인지오버 등으로 생산시설 비효율이 발생해 일시적으로 원가율이 전분기 대비(+11%p) 상승하였다. 다만, 판관비가 효율적으로 집행되며 판관 비율 19%로 전년동기대비 6.4%p 감소되며 원가 상승 영향을 일부 상쇄하였다.

>>> '20년 매출 성장 폭 증가와 이익 개선 기대로 상향

'20년 연결 매출액은 1조 5,250억원(YoY +35%), 영업이익은 6,186억원(YoY +64%, OPM 41%)가 전망된다. 램시마 IV + SC 투여 방식은 매출 확대 극대화 전략으로 이어지며 램시마 IV 출하가 예상된다. 트룩시마 미국 점유율 확대와 허주마 3월 미국 출시, 케미컬의약품 미국 진출 등도 성장에 기여할 것으로 보인다. 케미컬의약품 사업부는 제네릭/브랜드(개량신약)/스페셜티(항암제, 주사제 등)를 주축으로 고마진 지역인 미국 시장 진출을 개시하였는데 현재 5개 제품에서 향후 46개 제품으로 확대할 계획이다.

'20년에는 트룩시마 기존 2공장 집중 생산 영향과 1공장 생산 간격 단축 및 생산량 확대로 원가율 하락이 예상된다. 유럽 가격 하락이 안정화 되었고, 고마진의 램시마SC 또한 가격이 유지될 것으로 전망되어 '20년 영업이익률 41%로 3년만에 이익을 회복이 기대된다. 생산 공정 영향은 올해초까지 영향을 받고 고마진의 램시마SC와 트룩시마의 매출 증가로 1Q20 매출액은 3,421억원(YoY +54%), 영업이익은 1,382억원(YoY +79%)의 양호한 실적 개선이 전망된다.

올해 학회에서 고마진의 휴미라 바이오시밀러의 데이터 공개 등의 R&D 모멘텀도 예정되어 있다. 추정치 상향('20년 영업이익 추정치 +10% 상향) 조정하며 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 24만원으로 상향한다.

셀트리온 분기 실적 요약

(단위, 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	32%	58%	364.4	5%	344.4	11%
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	11%	160%	113.4	1%	133.8	-15%
영업이익률	35%	35%	36%	30%			31%			
세전이익	81.4	85.7	106.8	104.7	-2%	145%	112.6	-7%		
세전이익률	37%	36%	37%	27%			31%			
지배주주 순이익	63.9	77.2	61.4	95.0	55%	116%	101.0	-6%	138.0	-31%

자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

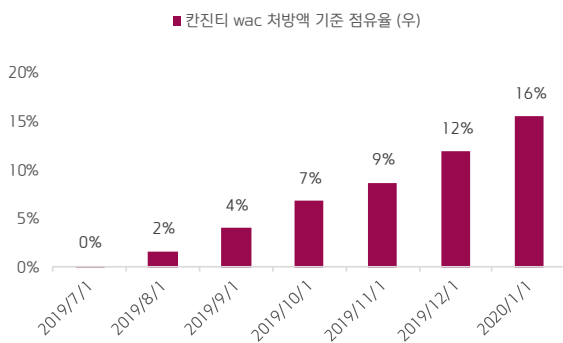
목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	297,045	fw12m EPS * 평균 PER ('15~'19 년)
② 비영업가치	5,417	
관계기업		
- 셀트리온제약	5,417	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(1,285)	
④ 유통 주식 수	128,338	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	303,747	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	240,000	

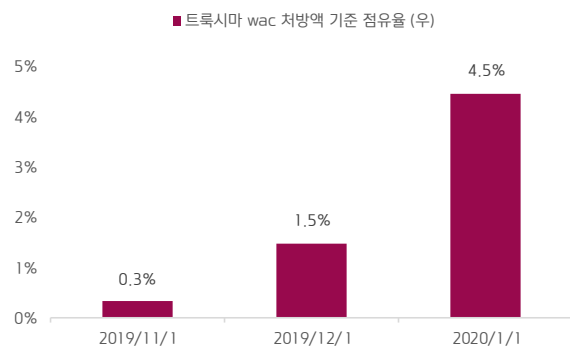
자료: 키움증권 리서치

허셉틴 시밀러 칸진티 점유율 추이



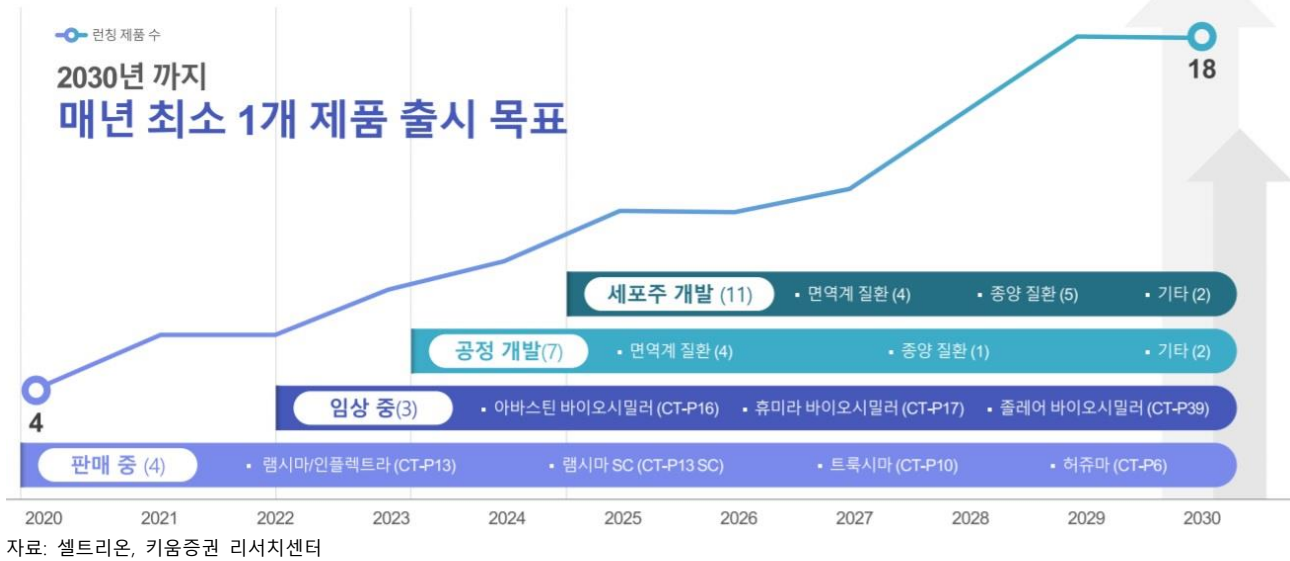
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

리톡산 시밀러 트룩시마 점유율 추이

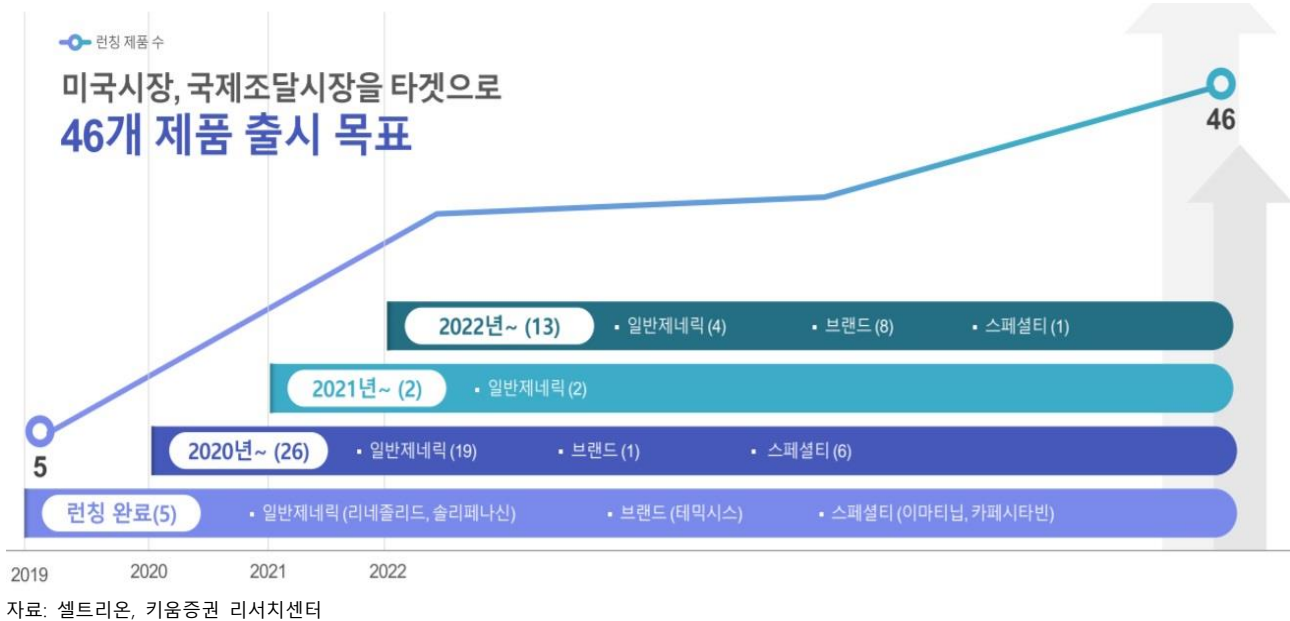


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



중장기 글로벌 케미컬 파이프라인 개발 계획



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,128.5	1,525.0	1,751.7
매출원가	254.5	432.9	498.5	586.7	667.3
매출총이익	694.6	549.2	629.9	938.3	1,084.3
판매비	186.8	210.5	251.9	319.7	358.9
영업이익	507.8	338.7	378.1	618.6	725.4
EBITDA	605.8	465.5	514.6	741.8	836.6
영업외손익	-16.3	-21.0	0.3	10.7	20.5
이자수익	4.7	10.8	8.7	12.1	18.9
이자비용	14.5	14.2	14.2	14.2	14.2
외환관련이익	7.4	13.0	12.3	12.3	12.3
외환관련손실	16.1	11.7	5.0	3.0	3.0
종속 및 관계기업손익	2.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-0.3	-18.4	-1.0	4.0	7.0
법인세차감전이익	491.5	317.7	378.3	629.3	745.8
법인세비용	105.3	64.2	80.5	133.9	158.7
계속사업손익	386.2	253.6	297.8	495.4	587.1
당기순이익	386.2	253.6	297.8	495.4	587.1
지배주주순이익	382.5	261.8	297.4	496.4	588.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.5	3.5	14.9	35.1	14.9
영업이익 증감율	103.4	-33.3	11.6	63.6	17.3
EBITDA 증감율	79.0	-23.2	10.5	44.2	12.8
지배주주순이익 증감율	114.9	-31.6	13.6	66.9	18.5
EPS 증감율	114.4	-31.7	13.1	66.9	18.5
매출총이익율(%)	73.2	55.9	55.8	61.5	61.9
영업이익율(%)	53.5	34.5	33.5	40.6	41.4
EBITDA Margin(%)	63.8	47.4	45.6	48.6	47.8
지배주주순이익율(%)	40.3	26.7	26.4	32.6	33.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	343.5	353.5	685.6
당기순이익	386.2	253.6	297.8	495.4	587.1
비현금항목의 가감	219.3	216.4	223.3	259.9	266.0
유형자산감가상각비	41.5	41.1	38.9	36.0	33.2
무형자산감가상각비	56.5	85.7	97.6	87.3	78.0
지분법평가손익	2.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	119.3	90.1	87.3	137.1	155.3
영업활동자산부채증감	-68.9	-11.4	-91.6	-265.8	-13.4
매출채권및기타채권의감소	-68.1	2.1	-138.9	-332.3	-191.0
재고자산의감소	-52.8	-0.3	-24.3	-56.6	-18.7
매입채무및기타채무의증가	0.0	-0.4	89.7	150.0	236.3
기타	52.0	-12.8	-18.1	-26.9	-40.0
기타현금흐름	-39.1	-76.5	-86.0	-136.0	-154.1
투자활동 현금흐름	-245.1	-193.1	12.4	10.6	8.9
유형자산의 취득	-21.0	-79.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-87.1	-125.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-8.8	-14.3	-11.5	-11.5	-11.5
단기금융자산의감소(증가)	-131.3	17.1	15.0	13.1	11.5
기타	3.1	8.9	8.9	9.0	8.9
재무활동 현금흐름	-96.3	-198.1	-140.8	-137.4	-143.7
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	10.0	14.6	2.9	6.4	0.0
자기주식처분(취득)	-48.7	-69.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-57.6	-143.7	-143.7	-143.8	-143.7
기타현금흐름	-5.3	0.5	134.2	134.2	134.0
현금 및 현금성자산의 순증가	150.8	-8.7	349.3	360.9	684.8
기초현금 및 현금성자산	268.4	419.2	410.5	759.8	1,120.7
기말현금 및 현금성자산	419.2	410.5	759.8	1,120.7	1,805.5

출처 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,180.1	2,943.6	3,866.6
현금 및 현금성자산	419.2	410.5	759.8	1,120.7	1,805.5
단기금융자산	138.9	121.8	106.8	93.7	82.2
매출채권 및 기타채권	831.4	931.8	1,070.7	1,403.0	1,594.0
재고자산	199.5	163.1	187.4	244.0	262.7
기타유동자산	25.0	37.3	55.4	82.2	122.2
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,750.5	1,638.3	1,538.0
투자자산	33.2	47.0	58.0	68.9	79.9
유형자산	844.2	881.4	842.5	806.5	773.3
무형자산	809.8	922.3	824.7	737.5	659.5
기타비유동자산	14.3	25.4	25.3	25.4	25.3
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,930.6	4,581.9	5,404.7
유동부채	616.8	678.1	767.8	917.8	1,154.1
매입채무 및 기타채무	104.5	157.1	246.8	396.8	633.1
단기금융부채	416.8	413.5	413.5	413.5	413.5
기타유동부채	95.5	107.5	107.5	107.5	107.5
비유동부채	266.8	229.8	229.8	229.8	229.8
장기금융부채	224.1	103.1	103.1	103.1	103.1
기타비유동부채	42.7	126.7	126.7	126.7	126.7
부채총계	883.6	907.8	997.6	1,147.5	1,383.9
지배지분	2,308.9	2,524.0	2,823.9	3,326.2	3,913.9
자본금	122.7	125.5	128.3	134.7	134.7
자본잉여금	757.6	776.6	776.6	776.6	776.6
기타자본	-29.8	-89.8	-89.8	-89.7	-89.7
기타포괄손익누계액	8.7	10.0	12.0	14.1	16.1
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	1,996.7	2,490.5	3,076.1
비지배지분	123.0	108.8	109.1	108.1	107.0
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,933.0	3,434.3	4,020.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,858	1,952	2,208	3,685	4,367
BPS	17,241	18,795	20,965	24,692	29,055
CFPS	4,525	3,503	3,869	5,607	6,333
DPS	20	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	72.6	108.9	82.0	50.1	42.2
PER(최고)	74.1	188.4	98.2		
PER(최저)	28.1	94.7	59.5		
PBR	12.03	11.31	8.63	7.47	6.35
PBR(최고)	12.28	19.57	10.34		
PBR(최저)	4.66	9.84	6.26		
PSR	29.25	29.03	21.60	16.30	14.19
PCFR	45.9	60.7	46.8	32.9	29.1
EV/EBITDA	45.1	60.2	44.7	31.1	26.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	12.2	7.4	8.0	11.6	11.8
ROE	17.5	10.8	11.1	16.1	16.3
ROIC	17.4	10.7	11.1	17.9	20.8
매출채권회전율	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
재고자산회전율	4.9	5.4	6.4	7.1	6.9
부채비율	36.3	34.5	34.0	33.4	34.4
순차입금비용	3.4	-0.6	-11.9	-20.3	-34.1
이자보상배율	35.1	23.8	26.6	43.5	51.0
총차입금	640.9	516.6	516.6	516.6	516.6
순차입금	82.8	-15.8	-350.1	-697.8	-1,371.1
NOPLAT	605.8	465.5	514.6	741.8	836.6
FCF	363.3	190.5	342.6	344.4	668.8

Compliance Notice

- 당사는 2월 19일 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.

고지사항

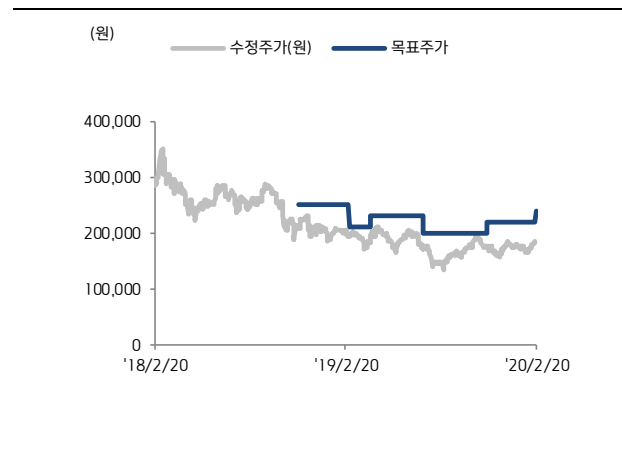
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 (068270)	2018-11-21	Marketperform (Reinitiate)	250,000원	6개월	-9.45	-2.05
	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	250,000원	6개월	-13.87	-4.01
	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	210,000원	6개월	-5.82	-0.03
	2019-04-08	Outperform (Upgrade)	230,000원	6개월	-12.96	-4.18
	2019-07-18	Outperform (Maintain)	200,000원	6개월	-13.62	2.23
	2019-11-19	Outperform (Maintain)	220,000원	6개월	-18.27	-11.93
	2020-02-20	Buy (Upgrade)	240,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%