



Buy(Maintain)

목표주가: 260,000원
주가(5/8): 210,500원

시가총액: 283,558억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/8)		1945.82pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	229,000 원	135,153원
등락률	-8.1%	55.7%
수익률	절대	상대
1M	0.5%	-3.9%
6M	18.5%	29.3%
1Y	9.4%	18.5%

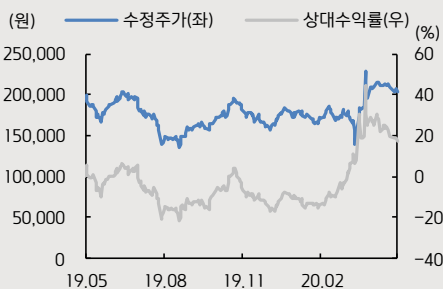
Company Data

발행주식수	134,707 천주
일평균 거래량(3M)	1,695천주
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	24,647원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 66 인 22.9%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	982.1	1,128.5	1,634.0	1,872.9
영업이익	338.7	378.1	645.9	793.7
EBITDA	465.5	537.3	825.9	953.4
세전이익	317.7	378.6	677.7	817.0
순이익	253.6	298.0	533.4	643.1
지배주주지분순이익	261.8	297.6	532.7	642.2
EPS(원)	1,952	2,211	3,955	4,768
증감률(% YoY)	-31.7	13.3	78.8	20.6
PER(배)	108.9	81.9	51.6	42.8
PBR(배)	11.31	8.73	8.28	6.96
EV/EBITDA(배)	60.2	43.2	32.8	27.8
영업이익률(%)	34.5	33.5	39.5	42.4
ROE(%)	10.8	11.2	17.4	17.7
순차입금비율(%)	-0.6	-4.6	-14.1	-26.1

Price Trend



실적 Review

셀트리온 (068270)

전분기 대비 원가율 개선 확인. 기대되는 2분기



8일 장 마감 후, 시장 기대치를 소폭 하회하는 영업이익을 발표하였습니다. 론자 CMO 초기 생산 영향과 1공장 효율이 개선되기 전으로 전년동기대비 원가율 상승하였으나, 전분기 대비해서는 원가율 개선(51.6% → 50.2%)되고 있음을 확인할 수 있었습니다. 2분기부터는 공장 생산 효율 개선으로 영업이익율 약 40%대 진입할 수 있을 것으로 보입니다. 코로나19로 인한 미국/유럽 실업률 상승은 결국 가격경쟁력이 높은 바이오시밀러 수요 증가로 이어질 것으로 보입니다.

>>> 1분기 실적 영업이익 기대치 하회

1분기 매출액 3,728억원(YoY +68%), 영업이익 1,201억원(YoY +55%, OPM 32%)으로 매출액은 컨센서스를 6% 상회하였고 영업이익은 -9% 하회하는 실적을 기록하였다. 론자 CMO 초기 PV(Process Validation) 배치 생산 재고 영향과 1공장 효율개선 효과가 본격적으로 나타나기 전으로 1분기 원가율은 전년 동기대비 약 10%p 증가한 50%를 기록하였다. 전분기 대비해서는 1.3%p 하락하여 분기가 지날수록 원가율이 개선되는 모습을 확인하였다. 1분기 중에 트룩시마가 다시 생산 효율성이 높은 2공장으로 이동하였고, 론자 CMO 초기 생산 영향도 줄어들어 원가율 하락이 전망된다. 케미칼 사업부 미국 진출을 위한 해외법인 설립으로 공급물량 재고자산과 실제 판매간에 시차가 발생하며 약 120~130억원의 내부거래조정이 발생하였다. 영업 외에는 원재료 매입을 위한 환율 고정 및 환헷지(Hedge) 관련 외화부채가 최근 환율 상승으로 인해 기타 손익 및 금융손익에 긍정적 영향을 미쳤다.

>>> 분기가 지날수록 본격적인 마진 개선 기대

2분기 매출액 3,977억원(YoY +69%), 영업이익 1,567억원(YoY +88%, OPM 39%)이 전망된다. 지난 3/27일 공시한 동일인 등 출자 계열회사와의 상품·용역거래에서 셀트리온헬스케어항 2분기 3,477억원의 수의계약 맺은 바 있고, 케미칼 사업부 성장도 예상되어 매출 고성장이 전망된다. 트룩시마가 1분기 중 생산 효율이 높은 2공장으로 변경되었고, 론자 CMO PV 배치 생산이 분기가 지날수록 줄어들어 공장 효율이 높아질 것으로 전망된다. 상대적으로 마진이 낮을 것으로 추측되는 테바의 편두통치료제 아조비의 CMO 공급은 하반기가 예상되나, 공장 효율 증대로 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 26만원 상향. 최선호주 유지

12개월 포워드 EPS 기간(3Q20~2Q21) 변경 및 실적 추정치 상향, 셀트리온제약 가치 상승을 적용 하여 목표주가 26만원으로 상향하고, 투자의견 BUY와 최선호주를 유지한다. 개발중인 코로나19 치료제는 3개월간 약효가 지속되는 동안 예방 효과도 보일 것으로 기대하고 있으며, 7월말 IND 승인 후 임상 진입이 예상된다. 항체 진단키트는 5월 중하순 임상 완료하고 6월 중 유럽 CE 인증을 목표로 하고 있다. 코로나19로 인해 실업률 등 상승으로 의료비와 의료 재정에 부담을 느낀 환자 및 정부에서 바이오시밀러 사용 수요가 지속 증가 할 수 있어 바이오시밀러 산업에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

셀트리온 분기 실적 요약

(단위, 십억원)

	1Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	372.8	-3%	68%	342.1	9%	352.3	6%
영업이익	120.2	5%	55%	138.2	-13%	132.2	-9%
영업이익률	32%			40%			
세전이익	138.4	32%	70%	140.6	-2%		
세전이익률	37%			41%			
지배주주 순이익	104.9	10%	64%	110.6	-5%	98.7	6%

자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	338,155	fw12m EPS * 평균 PER ('15~'19년)
관계기업		
- 셀트리온제약	7,616	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	-	2,728
④ 유통 주식 수	133,575	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	348,499	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	260,000	

자료: 키움증권 리서치

분기 실적 세부 내역

(단위, 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
바이오헬스케어	194.7	197.7	246.7	345.4	984.5	337.9	346.7	379.1	364.3	1428.1
램시마	0.0	0.0	0.0	68.9	68.9	70.8	47.9	49.9	31.1	199.8
램시마 SC	51.0	63.5	130.1	57.4	301.9	108.1	101.5	118.7	94.4	422.7
트록시마	73.2	87.0	83.8	95.7	339.6	85.7	112.8	113.2	146.8	458.5
허주마	48.8	28.2	2.9	11.5	91.3	29.8	29.7	35.6	23.6	118.8
용역 + CMO	21.8	19.1	29.9	111.9	182.7	43.4	54.8	61.7	68.5	228.3
케미컬의약품	27.0	37.3	42.3	37.4	143.9	34.8	51.0	58.1	61.9	205.8
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	1128.5	372.8	397.7	437.2	426.3	1634.0
YoY	-10%	-11%	25%	58%	15%	68%	69%	51%	11%	45%
매출원가	88.7	93.5	118.8	197.5	498.5	187.5	158.3	157.8	151.8	655.3
원가율	40%	40%	41%	52%	44%	50%	40%	36%	36%	40%
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	629.9	185.3	239.4	279.5	274.5	978.6
매출총이익율	60%	60%	59%	48%	56%	50%	60%	64%	64%	60%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	251.9	65.1	82.7	95.0	89.9	332.7
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	378.1	120.2	156.7	184.5	184.6	645.9
YoY	-31%	-23%	40%	160%	12%	55%	88%	79%	62%	71%
OPM	35%	35%	36%	30%	34%	32%	39%	42%	43%	40%

주 : 1Q20 용역과 케미컬의약품은 공시되지 않았으므로 당사 추정치임

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,634.0	1,872.9	2,107.1
매출원가	432.9	498.4	655.3	706.0	794.3
매출총이익	549.2	630.0	978.6	1,166.9	1,312.8
판매비	210.5	252.0	332.7	373.2	471.6
영업이익	338.7	378.1	645.9	793.7	841.1
EBITDA	465.5	537.3	825.9	953.4	982.9
영업외손익	-21.0	0.5	31.8	23.4	32.9
이자수익	10.8	12.1	14.7	23.3	32.9
이자비용	14.2	10.8	10.8	10.8	10.8
외환관련이익	13.0	9.4	11.4	8.4	8.4
외환관련손실	11.7	8.9	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-18.4	-0.8	22.0	8.0	7.9
법인세차감전이익	317.7	378.6	677.7	817.0	874.1
법인세비용	64.2	80.6	144.3	173.9	186.1
계속사업손익	253.6	298.0	533.4	643.1	688.0
당기순이익	253.6	298.0	533.4	643.1	688.0
지배주주순이익	261.8	297.6	532.7	642.2	687.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.5	14.9	44.8	14.6	12.5
영업이익 증감율	-33.3	11.6	70.8	22.9	6.0
EBITDA 증감율	-23.2	15.4	53.7	15.4	3.1
지배주주순이익의 증감율	-31.5	13.7	79.0	20.6	7.0
EPS 증감율	-31.7	13.3	78.8	20.6	7.0
매출총이익율(%)	55.9	55.8	59.9	62.3	62.3
영업이익률(%)	34.5	33.5	39.5	42.4	39.9
EBITDA Margin(%)	47.4	47.6	50.5	50.9	46.6
지배주주순이익률(%)	26.7	26.4	32.6	34.3	32.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,547.1	3,399.2	4,304.5
현금 및 현금성자산	410.5	546.1	897.8	1,472.3	2,109.5
단기금융자산	121.8	81.7	81.7	81.7	81.7
매출채권 및 기타채권	931.8	826.7	1,225.5	1,460.9	1,685.7
재고자산	163.1	308.9	326.8	374.6	421.4
기타유동자산	37.3	23.9	15.3	9.7	6.2
비유동자산	1,876.1	2,106.4	1,952.5	1,818.9	1,703.3
투자자산	47.0	65.5	91.6	117.7	143.9
유형자산	881.4	923.6	868.7	818.9	773.9
무형자산	922.3	1,040.0	915.0	805.0	708.3
기타비유동자산	25.4	77.3	77.2	77.3	77.2
자산총계	3,540.6	3,893.7	4,499.5	5,218.1	6,007.8
유동부채	678.1	657.2	736.4	825.3	940.4
매입채무 및 기타채무	157.1	224.2	303.4	392.3	507.4
단기금융부채	413.5	352.3	352.3	352.3	352.3
기타유동부채	107.5	80.7	80.7	80.7	80.7
비유동부채	229.8	329.5	329.5	329.5	329.5
장기금융부채	103.1	143.1	143.1	143.1	143.1
기타비유동부채	126.7	186.4	186.4	186.4	186.4
부채총계	907.8	986.7	1,065.9	1,154.8	1,269.9
지배지분	2,524.0	2,794.2	3,320.1	3,948.9	4,622.6
자본금	125.5	128.3	134.7	134.7	134.7
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
기타자본	-89.8	-136.3	-136.0	-136.0	-136.0
기타포괄손익누계액	10.0	3.0	-3.7	-10.5	-17.2
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,522.9	3,158.5	3,838.8
비지배지분	108.8	112.8	113.5	114.4	115.4
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,433.7	4,063.4	4,737.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	389.0	618.4	681.1
당기순이익	253.6	298.0	533.4	643.1	688.0
비현금항목의 가감	216.4	264.9	324.8	325.6	310.2
유형자산감가상각비	41.1	48.4	54.9	49.7	45.0
무형자산감가상각비	85.7	110.9	125.1	110.0	96.7
지분법평가손익	-0.5	-5.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	90.1	111.1	145.3	166.4	169.0
영업활동자산부채증감	-11.4	-22.7	-328.9	-188.8	-153.0
매출채권및기타채권의감소	2.1	-7.5	-398.7	-235.4	-224.8
재고자산의감소	-0.3	-174.3	-17.9	-47.8	-46.8
매입채무및기타채무의증가	-0.4	22.1	79.1	88.9	115.1
기타	-12.8	137.0	8.6	5.5	3.5
기타현금흐름	-76.5	-66.2	-140.3	-161.5	-164.1
투자활동 현금흐름	-193.1	-251.4	-16.1	-16.1	-16.1
유형자산의 취득	-79.4	-94.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-125.7	-191.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.3	-19.0	-26.6	-26.6	-26.6
단기금융자산의감소(증가)	17.1	40.2	0.0	0.0	0.0
기타	8.9	10.6	10.5	10.5	10.5
재무활동 현금흐름	-198.1	-85.9	-40.0	-46.3	-46.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	14.6	18.6	6.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-69.0	-58.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-143.7	-46.3	-46.4	-46.3	-46.3
기타현금흐름	0.5	-1.0	18.8	18.5	18.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-8.7	135.6	351.7	574.5	637.2
기초현금 및 현금성자산	419.2	410.5	546.1	897.8	1,472.3
기말현금 및 현금성자산	410.5	546.1	897.8	1,472.3	2,109.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	3,955	4,768	5,100
BPS	18,796	20,744	24,647	29,315	34,316
CFPS	3,503	4,183	6,371	7,191	7,410
DPS	20	50	50	50	50
주당배수(배)					
PER	108.9	81.9	51.6	42.8	40.0
PER(최고)	188.4	98.1	59.7		
PER(최저)	94.7	59.4	35.0		
PBR	11.31	8.73	8.28	6.96	5.94
PBR(최고)	19.57	10.45	9.58		
PBR(최저)	9.84	6.33	5.62		
PSR	29.03	21.58	16.82	14.67	13.04
PCFR	60.7	43.3	32.0	28.4	27.5
EV/EBITDA	60.2	43.2	32.8	27.8	26.4
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	7.4	8.0	12.7	13.2	12.3
ROE	10.8	11.2	17.4	17.7	16.0
ROIC	10.7	11.0	17.3	20.6	21.7
매출채권회전율	1.1	1.3	1.6	1.4	1.3
재고자산회전율	5.4	4.8	5.1	5.3	5.3
부채비율	34.5	33.9	31.0	28.4	26.8
순차입금비율	-0.6	-4.6	-14.1	-26.1	-35.8
이자보상배율	23.8	34.9	59.7	73.3	77.7
총차입금	516.6	495.4	495.4	495.4	495.4
순차입금	-15.8	-132.5	-484.1	-1,058.6	-1,695.8
NOPLAT	465.5	537.3	825.9	953.4	982.9
FCF	190.5	158.6	359.5	595.6	650.8

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 5월 8일 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

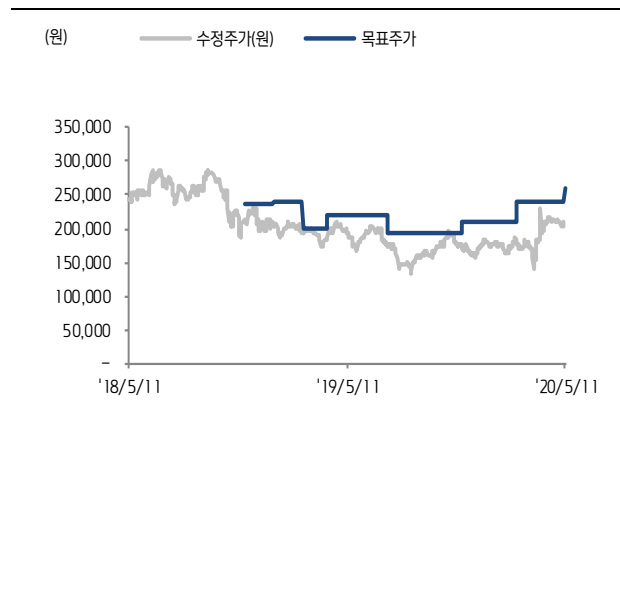
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
담당자변경	2018-11-21	Marketperform (Reintate)	235,200원	6개월	-9.45	-2.05
셀트리온	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	240,000원	6개월	-13.87	-4.01
(068270)	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	201,600원	6개월	-5.82	-0.03
	2019-04-08	Outperform (Upgrade)	220,800원	6개월	-12.96	-4.18
	2019-07-18	Outperform (Maintain)	192,000원	6개월	-13.62	2.23
	2019-11-19	Outperform (Maintain)	211,200원	6개월	-18.22	-11.93
	2020-02-20	Buy (Upgrade)	240,000원	6개월	-26.04	-25.42
	2020-02-24	Buy (Maintain)	240,000원	6개월	-27.15	-24.17
	2020-03-12	Buy (Maintain)	240,000원	6개월	-20.55	-4.58
	2020-05-11	Buy (Maintain)	260,000원	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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%