



BUY(Maintain)

목표주가: 380,000원
주가(08/07): 314,500원

시가총액: 424,384억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/07)		2,351.67pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	329,000 원	135,153원
등락률	-4.4%	132.7%
수익률	절대	상대
1M	-3.1%	-11.4%
6M	81.8%	70.2%
1Y	111.7%	74.5%

Company Data

발행주식수	134,939 천주
일평균 거래량(3M)	1,341천주
외국인 지분율	21.2%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	24,786원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외68 인 22.9%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	982.1	1,128.5	1,755.7	2,132.6
영업이익	338.7	378.1	688.0	879.8
EBITDA	465.5	537.3	868.0	1,039.5
세전이익	317.7	378.6	708.5	892.8
순이익	253.6	298.0	557.7	702.7
지배주주지분순이익	261.8	297.6	556.9	701.8
EPS(원)	1,952	2,211	4,129	5,201
증감률(% YoY)	-31.7	13.3	86.7	25.9
PER(배)	108.9	81.9	76.3	60.6
PBR(배)	11.31	8.73	12.71	10.54
EV/EBITDA(배)	60.2	43.2	48.6	40.1
영업이익률(%)	34.5	33.5	39.2	41.3
ROE(%)	10.8	11.2	18.1	19.0
순차입금비율(%)	-0.6	-4.6	-11.5	-21.7

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

2년만에 이익율 40%대 재진입



7일 장 마감 이후, 시장 기대치를 상회하는 실적을 발표하였다. 영업이익율 40%대 진입은 '18.2Q 이후 2년만으로 1공장 생산 효율 개선이 본격 반영되기 시작했고, 코로나19로 인한 비용 감소 영향 때문이다. 4분기 코로나19 치료제 1상 데이터 발표를 앞두고 있으며, 상반기보다 하반기 실적 개선 폭이 더 높다는 점이 긍정적이다.

>>> 2분기 실적 기대치 상회. OPM 42% 기록

2분기 매출액 4,288억원(YoY +83%), 영업이익 1,818억원(YoY +118%)으로 매출액과 영업이익 컨센서스 대비 각각 +8%, +20% 상회하였다. 영업이익율 40%대 진입은 '18년 2분기 41% 이후로 2년 만이다. 1공장 생산 효율 개선으로 원가 생산성이 향상된 부분이 2분기에 반영되었고, 코로나19로 대외활동 비용 감소 등의 영향도 있었다. 품목별로 보면 램시마 IV 858억원(19.2Q 0억원), 램시마SC 900억원(+42%), 트룩시마 1,200억원(+38%), 허쥬마 386억원(+37%) 등 대체로 호실적을 기록하였다.

>>> 코로나19 치료제 결과 및 스텔라라 시밀러 시너지 기대

코로나19 치료제는 바이오시밀러만 하던 동사가 처음으로 단기간 내에 신약을 출시하는 품목으로 최근 변이가 되어 유행하고 있는 G형 바이러스에서도 중화능을 보유하고 있는 것으로 알려져 있다. 4분기 중 국내 1상 데이터를 확인할 수 있을 것으로 보이며, 이르면 내년 상반기 긴급의약품 승인 받아 국내 공급이 가능할 것으로 예상된다. 다만, 안전성 데이터 확보 필요시 3상까지 진행되어 지연될 가능성도 있다. 약물재창출 프로그램이 아닌 코로나19 개발 신약이기 때문에 높은 효능을 기대해 볼 수 있다.

이 밖에도 휴미라 고농도 버전의 바이오시밀러가 미국 허가신청 준비 중이며, 유럽은 지난 3월 허가 신청하여 내년 출시가 예상된다. 자가면역질환 치료제 스텔라라는 '19년 매출액 \$7.7bn(약 9조원)으로 스텔라라 시밀러를 '23년 미국 특허만료 전 개발 완료 및 출시 계획으로 First Mover 제품이 될 것으로 전망된다. 스텔라라는 건선 시장 매출 1위 제품으로 1차 치료제인 TNF-A 억제제, 1.5차 치료제 램시마SC, 2차 치료제 스텔라라 시밀러까지 확보하게 되면 자가면역질환 분야 공고한 제품 포트폴리오 확보로 시너지가 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 38만원 상향

다케다 아태지역 일부 사업부 인수 및 테바 아조비 위탁생산 공급계약 등을 반영하여 실적 추정치 상향 및 EPS 기간 조정(3Q20~2Q21→'21년 EPS)하였고, 코로나치료제와 스텔라라 시밀러 가치 반영하여 투자의견 BUY 유지하고, 목표주가 38만원으로 상향한다. 하반기 코로나치료제 데이터 발표와 양호한 실적 성장이 기대된다.

셀트리온 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위, 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
바이오향약품	194.7	197.7	246.7	345.4	984.5	337.4	384.9	403.6	453.4	1579.3
램시마	0.0	0.0	0.0	68.9	68.9	70.8	85.8	68.1	71.5	296.2
램시마SC	51.0	63.5	130.1	57.4	301.9	108.1	90.0	110.2	114.3	422.7
트룩시마	73.2	87.0	83.8	95.7	339.6	85.7	120.1	113.2	139.5	458.5
허주마	48.8	28.2	2.9	11.5	91.3	29.8	38.6	35.6	14.7	118.8
용역 + CMO	21.8	19.1	29.9	111.9	182.7	42.9	50.4	76.4	113.4	283.1
케미컬의약품	27.0	37.3	42.3	37.4	143.9	35.0	43.5	46.1	51.0	175.6
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	1128.5	372.8	428.8	450.0	504.1	1755.7
YoY	-10%	-11%	25%	58%	15%	68%	82%	56%	32%	56%
매출원가	88.7	93.5	118.8	197.5	498.5	187.5	189.1	189.4	214.8	780.7
원가율	40%	40%	41%	52%	44%	50%	44%	42%	43%	44%
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	629.9	185.4	239.7	260.6	289.4	975.0
매출총이익율	60%	60%	59%	48%	56%	50%	56%	58%	57%	56%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	251.9	65.1	57.9	76.2	87.8	287.0
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	378.1	120.2	181.8	184.4	201.5	688.0
YoY	-31%	-23%	40%	160%	12%	55%	118%	79%	76%	82%
OPM	35%	35%	36%	30%	34%	32%	42%	41%	40%	39%

자료: 키움증권

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	414,480	'21년 EPS * 평균 PER ('15~'19년)
② 비영업가치	85,921	
파이프라인가치	69,771	
- 코로나 19 치료제	44,212	
- 스텔라라 시밀러	25,559	
관계기업		
- 셀트리온제약	16,150	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(1,504)	
④ 유통 주식 수	133,494	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	501,905	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	380,000	

자료: 출처기재

코로나치료제 가치는 4.4조원으로 산정하였으며, 산정에 적용된 가정은 다음과 같다.

출시 일정: 긴급사용승인으로 '21.4Q로 가정.

적용 환자 수: 전세계 환자 수는 5/1~8/8일까지 일 평균 발생한 신규 환자 수에 365일 적용하였고, 투여 가능한 환자 수를 이 중 절반으로 적용하였다. 글로벌 주요 경쟁 제품을 4개로 가정하여 최대 점유율을 25%로 가정하였다.

의약품 가격: 가격은 보수적으로 산정하였다. 렘데시비르 5일 투약 기준 공보험 가격 \$2,340에 신약이지만 바이오시밀러 미국 평균 할인 가격 30%를 적용하여 \$1,638을 적용하였다.

기타: 마진율 35%, 환율 1,100원, 세율 20%, 셀트리온 배분율 35%, 성공확율 50%, WACC 6.1%, 영구성장율 0%.

코로나치료제 가치 산정 내역

									(\$ mn)
제품명	가정	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'31F	
해외 일정		연말 출시							
전세계 환자 수		58,285,475	87,428,213	87,428,213	69,942,570	41,965,542		20,982,771	
yoy			50%	0%	-20%	-40%		0%	
의약품 가격_해외(\$)	1,638								
투여 가능 환자 수	50%	29,142,738	43,714,106	43,714,106	34,971,285	20,982,771		10,491,386	
셀트리온 M/S			2%	15%	20%	22%		25%	
셀트리온 매출액(\$mn)			1,432	10,741	11,457	7,561		4,296	
셀트리온 매출액(억원)			15,753	118,146	126,023	83,175		47,258	
yoy				650%	7%	-34%		0%	
영업이익	35%		5,513	41,351	44,108	29,111		16,540	
FCF(억원)			4,411	33,081	35,286	23,289	13,232	
NPV	139,548								
NPV of TV	113,094								
NPV 합산 가치	252,642								
셀트리온 배분율 적용	88,425								
rNPV 합산 가치(억원)	44,212								

자료: 키움증권

스텔라라 시밀러 가치 산정 내역

Stelara												
(단위: \$ mn/ 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ustekinumab Global Sales	7,743	8,044	8,123	7,879	7,643	7,414	7,340	7,266	7,193	7,193	7,193	7,193
YOY	21.7%	3.9%	1.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
U.S.	5,265	5,470	5,524	5,358	5,197	5,041	4,991	4,941	4,892	4,892	4,892	4,892
Intls	2,478	2,574	2,599	2,521	2,446	2,372	2,349	2,325	2,302	2,302	2,302	2,302
ustekinumab Price Discount Rate												
U.S.				15.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%
Intls					30.0%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%	40.0%	40.0%	45.0%
ustekinumab MS												
U.S.				3.0%	5.0%	8.0%	12.0%	15.0%	18.0%	20.0%	25.0%	30.0%
Intls					10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%
ustekinumab Global Sales												
U.S.				137	208	282	419	519	616	685	795	954
Intls					171	249	329	378	449	483	552	570
Stelara BS 셀트리온 매출액(십억원)												
U.S.				53	80	109	161	200	237	264	306	367
Intls					66	96	127	145	173	186	213	219
적용 환율(원)				1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
스텔라라 시밀러 매출(십억원)				53	146	205	288	345	410	450	519	587
FCF(십억원)				19	53	74	104	124	148	162	187	211

NPV 751.1
 NPV of TV 1,804.8
NPV 합산 가치 2,555.9

주: 셀트리온 배분율 35%, OPM 45%, 세율 20%, WACC 6.1%, 영구성장율 0%
 출처: 키움증권

실적 세부 내역

	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	(단위, 십억원)
								차이 (컨센/추정)
매출액	372.8	428.8	15%	82%	397.7	8%	396.0	8%
영업이익	120.2	181.8	51%	118%	156.7	16%	151.3	20%
영업이익률	32%	42%			39%			
세전이익	138.4	180.6	30%	111%	161.2	12%		
세전이익률	37%	42%			41%			
지배주주 순이익	104.9	138.1	32%	79%	135.8	2%	125.4	10%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,755.7	2,132.6	2,379.1
매출원가	432.9	498.4	780.7	916.1	1,022.0
매출총이익	549.2	630.0	975.0	1,216.5	1,357.1
판관비	210.5	252.0	287.0	336.7	335.6
영업이익	338.7	378.1	688.0	879.8	1,021.5
EBITDA	465.5	537.3	868.0	1,039.5	1,163.2
영업외손익	-21.0	0.5	20.5	13.0	24.3
이자수익	10.8	12.1	13.4	20.9	32.2
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	12.0	0.0	0.0
법인세차감전이익	317.7	378.6	708.5	892.8	1,045.8
법인세비용	64.2	80.6	150.8	190.1	222.6
계속사업순손익	253.6	298.0	557.7	702.7	823.2
당기순이익	253.6	298.0	557.7	702.7	823.2
지배주주순이익	261.8	297.6	556.9	701.8	822.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.5	14.9	55.6	21.5	11.6
영업이익 증감율	-33.3	11.6	82.0	27.9	16.1
EBITDA 증감율	-23.2	15.4	61.5	19.8	11.9
지배주주순이익 증감율	-31.5	13.7	87.1	26.0	17.1
EPS 증감율	-31.7	13.3	86.7	25.9	17.1
매출총이익률(%)	55.9	55.8	55.5	57.0	57.0
영업이익률(%)	34.5	33.5	39.2	41.3	42.9
EBITDA Margin(%)	47.4	47.6	49.4	48.7	48.9
지배주주순이익률(%)	26.7	26.4	31.7	32.9	34.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	302.1	544.4	799.3
당기순이익	253.6	298.0	557.7	702.7	823.2
비현금항목의 가감	216.4	264.9	332.7	344.1	347.4
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	153.2	184.9	206.2
영업활동자산부채증감	-11.4	-22.7	-440.0	-322.4	-170.0
매출채권및기타채권의감소	2.1	-7.5	-490.1	-346.7	-239.8
재고자산의감소	-0.3	-174.3	-42.2	-75.4	-49.3
매입채무및기타채무의증가	-0.4	22.1	83.7	94.1	115.6
기타	-12.8	137.0	8.6	5.6	3.5
기타현금흐름	-76.5	-66.2	-148.3	-180.0	-201.3
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	-39.7	-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	6.6	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	-46.3	-46.3	-46.3
기타현금흐름	0.5	-1.0	18.8	18.5	18.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-8.7	135.6	265.1	500.4	755.3
기초현금 및 현금성자산	419.2	410.5	546.1	811.2	1,311.7
기말현금 및 현금성자산	410.5	546.1	811.2	1,311.7	2,067.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,576.0	3,493.1	4,534.0
현금 및 현금성자산	410.5	546.1	811.1	1,311.7	2,067.0
단기금융자산	121.8	81.7	81.7	81.7	81.7
매출채권 및 기타채권	931.8	826.7	1,316.8	1,663.5	1,903.3
재고자산	163.1	308.9	351.1	426.5	475.8
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	4,528.5	5,312.0	6,237.4
유동부채	678.1	657.2	741.0	835.1	950.7
매입채무 및 기타채무	157.1	224.2	308.0	402.1	517.7
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	1,070.5	1,164.6	1,280.2
지배자본	2,524.0	2,794.2	3,344.6	4,032.9	4,841.5
자본금	125.5	128.3	134.9	134.9	134.9
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
기타자본	-89.8	-136.3	-135.9	-135.9	-135.9
기타포괄손익누계액	10.0	3.0	-3.7	-10.5	-17.2
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,547.1	3,242.2	4,057.5
비지배지분	108.8	112.8	113.6	114.5	115.7
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,458.1	4,147.4	4,957.2
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,129	5,201	6,092
BPS	18,796	20,744	24,786	29,887	35,879
CFPS	3,503	4,183	6,602	7,758	8,675
DPS	20	50	50	50	50
주기배수(배)					
PER	108.9	81.9	76.3	60.6	51.7
PER(최고)	188.4	98.1	82.2		
PER(최저)	94.7	59.4	33.5		
PBR	11.31	8.73	12.71	10.54	8.78
PBR(최고)	19.57	10.45	13.70		
PBR(최저)	9.84	6.33	5.59		
PSR	29.03	21.58	24.20	19.93	17.87
PCFR	60.7	43.3	47.7	40.6	36.3
EV/EBITDA	60.2	43.2	48.6	40.1	35.2
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	13.2	14.3	14.3
ROE	10.8	11.2	18.1	19.0	18.5
ROIC	10.7	11.0	18.0	21.6	24.3
매출채권회전율	1.1	1.3	1.6	1.4	1.3
재고자산회전율	5.4	4.8	5.3	5.5	5.3
부채비율	34.5	33.9	31.0	28.1	25.8
순차입금비율	-0.6	-4.6	-11.5	-21.7	-33.4
이자보상배율	23.8	34.9	63.5	81.3	94.3
총차입금	516.6	495.4	495.4	495.4	495.4
순차입금	-15.8	-132.5	-397.4	-898.0	-1,653.3
EBITDA	465.5	537.3	868.0	1,039.5	1,163.2
FCF	190.5	158.6	281.6	529.8	775.8

Compliance Notice

- 당사는 8월 7일 현재 '셀트리온(068270)' 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

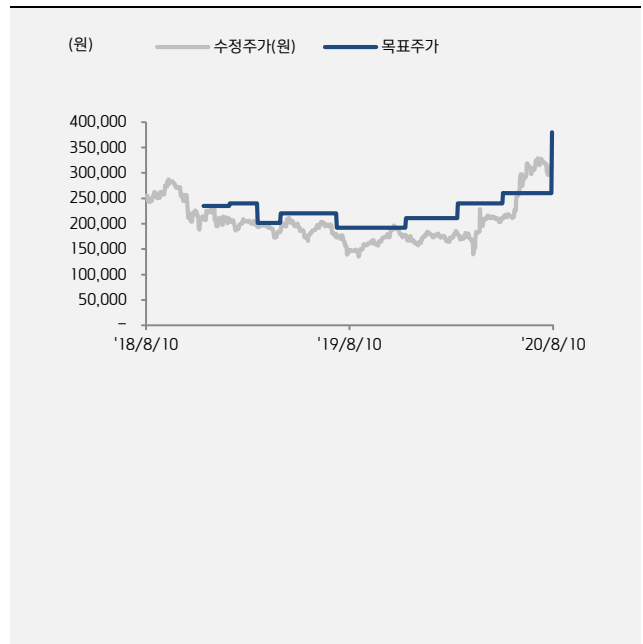
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2018-11-21	Marketperform (Reinitate)	235,200원	6개월	-9.45	-2.05
(068270)	2019-01-07	Marketperform (Maintain)	240,000원	6개월	-13.87	-4.01
	2019-02-26	Marketperform (Maintain)	201,600원	6개월	-5.82	-0.03
	2019-04-08	Outperform (Upgrade)	220,800원	6개월	-12.9%	-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	-20.35	-4.58
	2020-05-11	Buy (Maintain)	260,000원	6개월	7.77	26.54
	2020-08-10	Buy (Maintain)	380,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%