



BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원
주가(10/19): 255,500원

시가총액: 344,909억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/19)		2,346.74pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	329,000 원	140,000원
등락률	-22.3%	82.5%
수익률	절대	상대
1M	-8.3%	-6.6%
6M	20.5%	-3.5%
1Y	47.0%	29.3%

Company Data

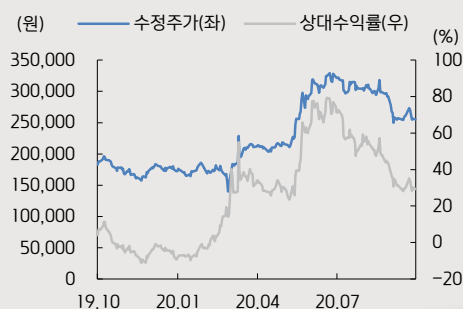
발행주식수	134,994	전주
일평균 거래량(3M)	979	전주
외국인 지분율	20.7%	
배당수익률(20E)	0.0%	
BPS(20E)	24,708원	
주요 주주	셀트리온홀딩스 외68 인	22.9%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	982.1	1,128.5	1,742.5	2,066.8
영업이익	338.7	378.1	676.4	851.2
EBITDA	465.5	537.3	856.4	1,010.9
세전이익	317.7	378.6	696.9	864.7
순이익	253.6	298.0	548.5	680.6
지배주주지분순이익	261.8	297.6	547.8	679.7
EPS(원)	1,952	2,211	4,061	5,035
증감률(% YoY)	-31.7	13.3	83.7	24.0
PER(배)	108.9	81.9	63.2	50.9
PBR(배)	11.31	8.73	10.38	8.65
EV/EBITDA(배)	60.2	43.2	40.1	33.4
영업이익률(%)	34.5	33.5	38.8	41.2
ROE(%)	10.8	11.2	17.9	18.5
순차입금비율(%)	-0.6	-4.6	-11.6	-22.6

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

대체로 부합 예상. 연내 코로나 치료제 기대.



코로나치료제 개발이 속도를 내며 전분기 대비 R&D 비용 집행 증가와 상대적으로 낮은 단가의 램시마IV 비중 확대되며, 이익은 컨센서스 대비 소폭 하회 전망됩니다. 다만, 이미 주가가 올해 고점 대비 -25% 하락해 반영된 것으로 보이며, 연내 코로나치료제 2/3상 중간 데이터 발표를 앞두고 있어 그 결과에 따라 주가 변동성 확대가 예상됩니다.

>>> 3분기 컨센서스 대체로 부합

3분기 매출액 4,568억원(YoY +58%), 영업이익 1,782억원(YoY +73%, OPM 39%)으로 매출액은 컨센서스에 부합하나 영업이익은 소폭 하회(-5%) 예상된다. 3분기 단일판매 공급계약체결 공시에서 램시마IV가 매번 등장한 점을 미뤄봤을 때 **상대적으로 단가가 낮은 램시마IV 비중이 전분기 대비 3분기에 더** (공급계약 금액 대비 **2분기 램시마IV 비중 26% → 3Q 29%**) 공급되었을 것으로 추정된다. 3분기 램시마IV 매출액은 1,068억원으로 추정된다. 이 밖에도 코로나치료제 임상에 속도를 내면서 관련 임상 비용 확대가 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 35만원 하향.

코로나치료제 가정 변경 및 램시마SC 추정치 하향 반영하여 목표주가 35만원으로 하향하나, 연내 코로나치료제 2/3상 파트1 결과 발표가 예상되고 성장 지속이 전망되어 투자의견 BUY 유지한다.

지난해부터 셀트리온헬스케어항 램시마SC의 누적 매출액은 약 5,000억원이며, 셀트리온헬스케어가 판매한 램시마SC의 상반기 누적 매출액은 155억원으로 현재로서는 안전 재고가 충분해 보인다. 다만, **코로나치료제 대규모 생산을 대비 해야하며, 내년 램시마SC 수요 증가를 감안하면 미리 충분한 안전 재고를 보유**해야할 것으로 예상된다. 유럽내 국가별 램시마SC 약가 등재로 인한 출시 국가 확대 본격화가 내년으로 예상되어, 램시마SC의 시장 진입 속도 확인이 될 것으로 보인다.

연말 **코로나 치료제 2/3상 파트1 데이터 발표**가 기대되며, 결과에 따라 국내 긴급사용 승인 신청이 예상된다. 개발하는 치료제에 대해 **대규모 상업 생산 초기 물량 생산 준비** 및 임상 2/3상 개시는 제품에 대한 자신감을 나타내고 있다는 점 긍정적이다. 코로나 항체 치료제 개발 중인 릴리의 임상 3상 중단으로 동사의 치료제가 앞서 나갈 수 있다는 점도 긍정적이다.

'21년에는 램시마SC의 공급 물량 확대 및 코로나 치료제 긴급사용승인으로 마진 개선이 가능하며, 다케다 아태지역 사업부 인수로 지속적인 매출 증가가 예상된다. '22년 하반기 램시마SC의 미국 출시 및 3공장 착공을 계획하고 있어 제품 출시와 CAPA 확장으로 지속 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q20	2Q20	3Q20E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
						2020	컨센서스	차이
매출액	372.8	428.8	456.8	455.7	0%	1,742.5	1,747.3	-0.3%
yoy	68.2%	82.5%	58.0%	57.7%		54.4%	54.8%	
영업이익	120.2	181.8	178.2	187.9	-5%	676.4	687.9	-1.7%
yoy	55.4%	118.1%	72.7%	82.2%		78.9%	82.0%	
OPM	32.2%	42.4%	39.0%	41.2%		38.8%	39.4%	
지배주주순이익	104.9	138.1	142.4	143.0	0%	547.8	553.4	-1.0%
yoy	64.2%	78.9%	131.8%	132.8%		422.0%	427.4%	
NPM	28.1%	32.2%	31.2%	31.4%		31.4%	31.7%	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

						(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	389.2	413.2	440.8	1576.2
램시마	0.0	0.0	0.0	68.9	68.9	70.8	85.8	106.8	81.1	344.5
램시마 SC	51.0	63.5	130.1	57.4	301.9	108.1	90.0	85.7	87.5	371.4
트록시마	73.2	87.0	83.8	95.7	339.6	85.7	120.1	108.6	144.1	458.5
허쥬마	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	40.0	43.4	46.1	165.5
매출액	221.7	235.0	289.1	382.7	1128.5	372.8	428.8	456.8	487.4	1742.5
YoY	-10%	-11%	25%	58%	15%	68%	82%	58%	27%	54%
매출원가	88.7	93.5	118.8	197.5	498.5	187.5	189.1	203.2	212.5	792.3
원가율	40%	40%	41%	52%	44%	50%	44%	44%	44%	45%
매출총이익	133.0	141.4	170.3	185.2	629.9	185.4	239.7	253.6	274.9	950.2
매출총이익율	60%	60%	59%	48%	56%	50%	56%	56%	56%	55%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	71.0	251.9	65.1	57.9	75.4	75.4	273.9
영업이익	77.4	83.4	103.1	114.2	378.1	120.2	181.8	178.2	199.4	676.4
YoY	-31%	-23%	40%	160%	12%	55%	118%	73%	75%	79%
OPM	35%	35%	36%	30%	34%	32%	42%	39%	41%	39%

자료: 키움증권 리서치센터

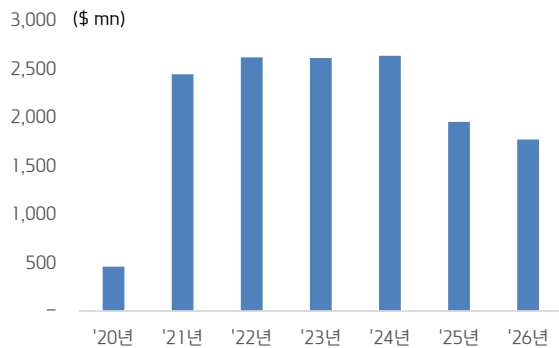
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	401,253	'21년 EPS * 평균 PER ('15~'19년)
② 비영업가치	60,051	
파이프라인가치	43,968	
- 코로나 치료제	18,409	
- 스텔라라 시밀러	25,559	
관계기업		
- 셀트리온제약	16,083	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(1,942)	
④ 유통 주식 수	133,726	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	463,246	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

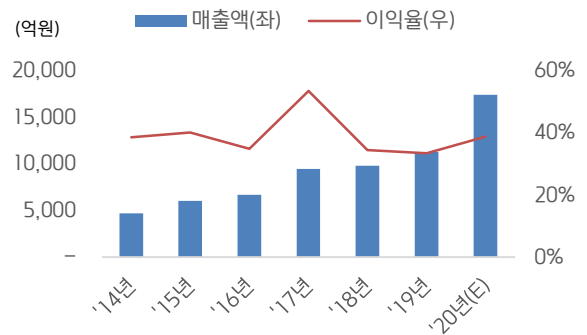
자료: 키움증권 리서치센터

렘데시비르 글로벌 매출 전망



자료: Statista, 키움증권 리서치센터

매출과 이익율 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

코로나치료제 가치 산정 내역

(\$ mn)

제품명	가정	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'31F
해외 일정			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(\$)	2,340							
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			1%	2%	4%	5%		3%
셀트리온 매출액(\$mn)			511	2,046	3,110	2,455		736
셀트리온 매출액(억원)			5,626	22,504	34,206	27,005		8,101
yoy				300%	52%	-21%		0%
영업이익	50%		2,813	11,252	17,103	13,502		4,051
FCF(억원)			2,250	9,002	13,682	10,802	3,241
NPV	47,443							
NPV of TV	27,696							
NPV 합산 가치	75,139							
셀트리온 배분율 적용	26,299							
rNPV 합산 가치(억원)	18,409							

주: 주요 가정 변화로는 Players 증가로 최대 점유율 25%에서 5%로 변경. 약가 \$1,638에서 \$2,340 및 이익율 35%에서 50%로 변경. 성공확률 50%에서 70%로 변경.

이 외 환율 1,100원, 세율 20%, 셀트리온 배분율 35%, WACC 6.1%, 영구성장율 0% 기준과 동일

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,742.5	2,066.8	2,300.1
매출원가	432.9	498.4	792.3	901.7	1,003.4
매출총이익	549.2	630.0	950.2	1,165.1	1,296.7
판관비	210.5	252.0	273.9	313.9	296.9
영업이익	338.7	378.1	676.4	851.2	999.7
EBITDA	465.5	537.3	856.4	1,010.9	1,141.5
영업외손익	-21.0	0.5	20.5	13.4	24.7
이자수익	10.8	12.1	13.4	21.4	32.6
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	-0.1	0.0
법인세차감전이익	317.7	378.6	696.9	864.7	1,024.5
법인세비용	64.2	80.6	148.4	184.1	218.1
계속사업순손익	253.6	298.0	548.5	680.6	806.4
당기순이익	253.6	298.0	548.5	680.6	806.4
지배주주순이익	261.8	297.6	547.8	679.7	805.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.5	14.9	54.4	18.6	11.3
영업이익 증감율	-33.3	11.6	78.9	25.8	17.4
EBITDA 증감율	-23.2	15.4	59.4	18.0	12.9
지배주주순이익 증감율	-31.5	13.7	84.1	24.1	18.5
EPS 증감율	-31.7	13.3	83.7	24.0	18.5
매출총이익율(%)	55.9	55.8	54.5	56.4	56.4
영업이익율(%)	34.5	33.5	38.8	41.2	43.5
EBITDA Margin(%)	47.4	47.6	49.1	48.9	49.6
지배주주순이익율(%)	26.7	26.4	31.4	32.9	35.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	305.0	572.3	796.5
당기순이익	253.6	298.0	548.5	680.6	806.4
비현금항목의 가감	216.4	264.9	330.1	337.6	342.4
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	150.6	178.4	201.2
영업활동자산부채증감	-11.4	-22.7	-427.9	-272.4	-156.0
매출채권및기타채권의감소	2.1	-7.5	-480.2	-305.2	-228.0
재고자산의감소	-0.3	-174.3	-39.6	-64.9	-46.7
매입채무및기타채무의증가	-0.4	22.1	83.2	92.1	115.1
기타	-12.8	137.0	8.7	5.6	3.6
기타현금흐름	-76.5	-66.2	-145.7	-173.5	-196.3
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	6.7	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	268.0	528.3	752.5
기초현금 및 현금성자산	419.2	410.5	546.1	814.2	1,342.5
기말현금 및 현금성자산	410.5	546.1	814.2	1,342.5	2,095.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,566.6	3,459.4	4,483.0
현금 및 현금성자산	410.5	546.1	814.2	1,342.5	2,095.0
단기금융자산	121.8	81.7	81.7	81.7	81.7
매출채권 및 기타채권	931.8	826.7	1,306.9	1,612.1	1,840.1
재고자산	163.1	308.9	348.5	413.4	460.0
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	4,519.1	5,278.3	6,186.3
유동부채	678.1	657.2	740.5	832.6	947.7
매입채무 및 기타채무	157.1	224.2	307.5	399.6	514.7
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	1,070.0	1,162.1	1,277.2
지배자본	2,524.0	2,794.2	3,335.5	4,001.7	4,793.5
자본금	125.5	128.3	135.0	135.0	135.0
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	2,538.0	3,210.9	4,009.5
비지배자본	108.8	112.8	113.6	114.5	115.6
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,449.0	4,116.2	4,909.1
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,061	5,035	5,965
BPS	18,796	20,744	24,708	29,644	35,509
CFPS	3,503	4,183	6,514	7,543	8,510
DPS	20	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	108.9	81.9	63.2	50.9	43.0
PER(최고)	188.4	98.1	83.6		
PER(최저)	94.7	59.4	34.1		
PBR	11.31	8.73	10.38	8.65	7.22
PBR(최고)	19.57	10.45	13.74		
PBR(최저)	9.84	6.33	5.61		
PSR	29.03	21.58	19.86	16.75	15.05
PCFR	60.7	43.3	39.4	34.0	30.1
EV/EBITDA	60.2	43.2	40.1	33.4	29.0
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	13.0	13.9	14.1
ROE	10.8	11.2	17.9	18.5	18.3
ROIC	10.7	11.0	17.8	21.1	24.3
매출채권회전율	1.1	1.3	1.6	1.4	1.3
재고자산회전율	5.4	4.8	5.3	5.4	5.3
부채비율	34.5	33.9	31.0	28.2	26.0
순차입금비율	-0.6	-4.6	-11.6	-22.6	-34.2
이자보상배율	23.8	34.9	62.5	78.6	92.3
총차입금	516.6	495.4	495.4	495.4	495.4
순차입금	-15.8	-132.5	-400.5	-928.8	-1,681.3
EBITDA	465.5	537.3	856.4	1,010.9	1,141.5
FCF	190.5	158.6	284.5	557.3	772.6

Compliance Notice

- 당사는 10월 19일 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

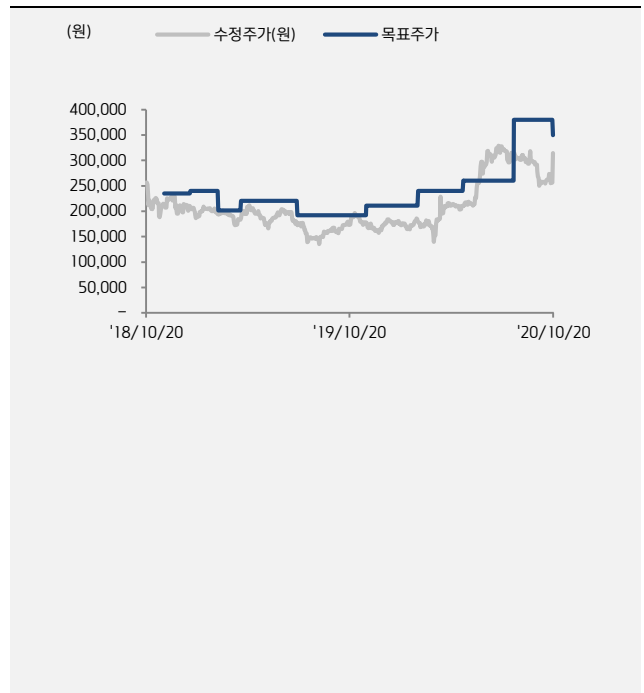
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (068270)	2018-11-21	Marketperform (Reinitate)	235,200원	6개월	-9.45	-2.05
	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	8.06	26.54
	2020-08-10	Buy (Maintain)	380,000원	6개월	-25.09	-16.32
	2020-10-20	Buy (Maintain)	350,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%