



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원
주가(11/09): 285,000원

시가총액: 384,732억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/09)		2,447.20pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	329,000원	140,000원
등락률	-13.4%	103.6%
수익률	절대	상대
1M	8.8%	6.3%
6M	35.4%	7.7%
1Y	58.7%	38.6%

Company Data

발행주식수	134,994	전주
일평균 거래량(3M)	922	전주
외국인 지분율	20.5%	
배당수익률(20E)	0.0%	
BPS(20E)	24,941원	
주요 주주	셀트리온홀딩스 외67 인	22.8%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	982.1	1,128.5	1,853.6	2,339.3
영업이익	338.7	378.1	743.4	927.8
EBITDA	465.5	537.3	923.4	1,087.5
세전이익	317.7	378.6	758.1	927.6
순이익	253.6	298.0	579.9	709.6
지배주주지분순이익	261.8	297.6	579.1	708.7
EPS(원)	1,952	2,211	4,293	5,250
증감률(% YoY)	-31.7	13.3	94.2	22.3
PER(배)	108.9	81.9	64.6	52.9
PBR(배)	11.31	8.73	11.13	9.22
EV/EBITDA(배)	60.2	43.2	40.3	33.9
영업이익률(%)	34.5	33.5	40.1	39.7
ROE(%)	10.8	11.2	18.8	19.1
순차입금비율(%)	-0.6	-4.6	-9.5	-17.5

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

램시마SC 증가로 기대치 상회



장 마감 후, 시장 기대치를 상회하는 실적을 발표하였습니다. 예상보다 램시마SC 매출이 큰 폭으로 증가하였고, 공장 효율 개선에 따른 원가율 하락으로 호실적을 기록하였습니다. 연말 코로나19 치료제 중간결과 데이터 발표 및 내년 1분기 코로나 치료제의 국내 긴급사용승인 등이 전망되며, '21.1Q 고농도 휴미라 시밀러 유럽 승인도 예상됩니다.

>>> 3분기 시장 기대치 상회. 램시마SC와 공장효율 개선 효과

3분기 매출액 5,488억원(YoY +90%), 영업이익 2,453억원(YoY +138%, OPM +45%)으로 매출액과 영업이익 각각 컨센서스 대비 +19%, +29% 상회하였다. 셀트리온헬스케어항으로 고마진의 램시마SC가 예상보다(기존 857억원 추정) 높은 2,085억원(YoY +60%)이 공급되었고, 테바에 아조비 CMO 물량이 약 465억원으로 판매 증가하면서 매출과 이익 모두 호실적을 기록하였다.

경상개발비 포함한 판매관리비는 745억원으로 기존 추정치(754억원) 대비 크게 다르진 않았으나, 고마진의 램시마SC 매출 급등과 증설된 10만리터의 1공장이 모두(Full) 가동되면서 원가율 41.7%(YoY +0.6%p)로 전분기 대비 -2.4%p 감소하였다.

>>> '21년 진단+치료제의 시너지 기대

코로나19 신속진단키트 2,100억원이 내년 상반기에 반영될 예정으로 실적 추정치 상향하여 동사에 대한 목표주가를 36만원으로 상향한다. 셀트리온헬스케어항 램시마SC의 누적 판매금액이 7,000억원을 넘어서며 재고부담 우려가 있을 수 있으나, 6~9개월의 안정적인 재고 확보를 위한 선제적 조치로 판단된다. 추후 진단키트 추가 공급도 가능할 것으로 보이나, 아직 미확정으로 추정치 반영하지 않았다.

코로나 항체 치료제의 2/3상 파트1 데이터 발표는 연내, 국내 긴급 조건부허가 승인은 '21.1Q 전망된다. 경증에 초점을 맞춘 임상 디자인 설계로 성공 가능성이 높으며, 출시된다면 진단키트 제품도 보유하고 있기 때문에 진단 후 조기 치료제 투여 방식의 제품 포트폴리오를 구성하고 있어 시너지가 기대된다.

'21년 1분기 고농도 휴미라 유럽 허가 승인, '22년 아바스틴 시밀러, 이후 즐레어 시밀러, 스텔라라 시밀러 개발에 이어 최근 '25년 특허 만료 시기에 맞춰 1상 개시한 골다골증 치료제 프롤리아 시밀러까지 파이프라인 풍부해지고 있다. '21년 휴미라 시밀러 유럽 승인으로 신규 매출 발생 가능하며, 코로나 진단키트 추가 공급시 추가 매출 및 코로나19 치료제 신약 성공시 관련 매출 일어날 수 있어 실적 추가 상향 조정이 가능하다.

실적 세부 내역 1

	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	372.8	428.8	548.8	28%	90%	456.8	20%	461.1	19%
영업이익	120.2	181.8	245.3	35%	138%	178.2	38%	190.3	29%
영업이익률	32%	42%	45%			39%			
세전이익	138.4	180.6	231.0	28%	116%	176.4	31%		
세전이익률	37%	42%	42%			39%			
지배주주 순이익	104.9	138.1	170.7	24%	178%	142.4	20%	149.0	15%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
바이오의약품	337.4	389.2	493.9	459.5	1675.7	411.1	419.4	512.0	431.8	1774.3
램시마	70.8	85.8	126.2	61.6	344.5	94.7	94.7	94.7	94.7	378.9
램시마 SC	108.1	90.0	208.5	121.7	528.4	108.5	110.6	239.9	122.2	581.2
트룩시마	85.7	120.1	22.0	145.8	373.6	87.3	113.2	59.9	131.8	392.3
허주마	29.8	38.6	22.0	28.4	118.8	37.1	35.6	42.8	27.1	142.5
용역 + CMO	42.9	50.4	115.2	102.0	310.5	83.5	65.2	74.7	56.0	279.5
케미컬의약품	35.0	40.0	54.6	47.5	177.1	71.2	87.2	104.2	91.5	354.1
기타	0.5	-0.4	0.3	0.5	0.8	104.3	104.3	1.1	1.1	210.8
매출액	372.8	428.8	548.8	507.4	1853.6	586.6	610.9	617.3	524.4	2339.3
YoY	68%	82%	90%	33%	64%	57%	42%	12%	3%	26%
매출원가	187.5	189.1	229.0	219.7	825.3	295.0	306.1	257.6	208.7	1067.4
원가율	50%	44%	42%	43%	45%	50%	50%	42%	40%	46%
매출총이익	185.4	239.7	319.8	287.7	1028.2	291.7	304.9	359.7	315.7	1271.9
매출총이익률	50%	56%	58%	57%	55%	50%	50%	58%	60%	54%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	87.3	284.8	77.3	76.2	90.0	100.6	344.1
영업이익	120.2	181.8	245.3	200.4	743.4	214.3	228.7	269.7	215.1	927.8
YoY	55%	118%	138%	75%	97%	78%	26%	10%	7%	25%
OPM	32%	42%	45%	39%	40%	37%	37%	44%	41%	40%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	418,374	'21 년 EPS * 평균 PER ('15~'19 년)
② 비영업가치	59,600	
파이프라인가치	43,968	
- 코로나 치료제	18,409	
- 스텔라라 시밀러	25,559	
관계기업		
- 셀트리온제약	15,632	3 개월 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)	479,916	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	360,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,853.6	2,339.3	2,570.6
매출원가	432.9	498.4	825.3	1,067.4	1,172.9
매출총이익	549.2	630.0	1,028.2	1,271.9	1,397.7
판관비	210.5	252.0	284.8	344.1	361.2
영업이익	338.7	378.1	743.4	927.8	1,036.5
EBITDA	465.5	537.3	923.4	1,087.5	1,178.2
영업외손익	-21.0	0.5	14.6	-0.2	8.7
이자수익	10.8	12.1	11.6	14.7	23.6
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	7.9	-7.0	-7.0
법인세차감전이익	317.7	378.6	758.1	927.6	1,045.2
법인세비용	64.2	80.6	178.1	218.0	245.6
계속사업순손익	253.6	298.0	579.9	709.6	799.6
당기순이익	253.6	298.0	579.9	709.6	799.6
지배주주순이익	261.8	297.6	579.1	708.7	798.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.5	14.9	64.3	26.2	9.9
영업이익 증감율	-33.3	11.6	96.6	24.8	11.7
EBITDA 증감율	-23.2	15.4	71.9	17.8	8.3
지배주주순이익 증감율	-31.5	13.7	94.6	22.4	12.7
EPS 증감율	-31.7	13.3	94.2	22.3	12.7
매출총이익율(%)	55.9	55.8	55.5	54.4	54.4
영업이익율(%)	34.5	33.5	40.1	39.7	40.3
EBITDA Margin(%)	47.4	47.6	49.8	46.5	45.8
지배주주순이익율(%)	26.7	26.4	31.2	30.3	31.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	235.1	445.9	786.1
당기순이익	253.6	298.0	579.9	709.6	799.6
비현금항목의 가감	216.4	264.9	361.8	378.2	378.9
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	182.3	219.0	237.7
영업활동자산부채증감	-11.4	-22.7	-529.2	-427.9	-159.6
매출채권및기타채권의감소	2.1	-7.5	-563.4	-434.4	-231.9
재고자산의감소	-0.3	-174.3	-61.8	-97.1	-46.3
매입채무및기타채무의증가	-0.4	22.1	87.5	98.2	115.0
기타	-12.8	137.0	8.5	5.4	3.6
기타현금흐름	-76.5	-66.2	-177.4	-214.0	-232.8
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	198.2	401.9	742.1
기초현금 및 현금성자산	419.2	410.5	546.1	744.3	1,146.2
기말현금 및 현금성자산	410.5	546.1	744.3	1,146.2	1,888.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,602.1	3,530.1	4,546.9
현금 및 현금성자산	410.5	546.1	744.3	1,146.2	1,888.3
단기금융자산	121.8	81.7	81.7	81.7	81.7
매출채권 및 기타채권	931.8	826.7	1,390.2	1,824.6	2,056.5
재고자산	163.1	308.9	370.7	467.9	514.1
기타유동자산	37.3	23.9	15.2	9.7	6.3
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	4,554.6	5,349.1	6,250.2
유동부채	678.1	657.2	744.7	842.9	957.9
매입채무 및 기타채무	157.1	224.2	311.7	409.9	524.9
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	1,074.2	1,172.4	1,287.4
지배자본	2,524.0	2,794.2	3,366.8	4,062.1	4,847.1
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	2,569.3	3,271.3	4,063.1
비지배지분	108.8	112.8	113.6	114.6	115.7
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,480.4	4,176.6	4,962.8
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,293	5,250	5,915
BPS	18,796	20,744	24,941	30,091	35,906
CFPS	3,503	4,183	6,982	8,058	8,730
DPS	20	50	50	50	50
주당배수(배)					
PER	108.9	81.9	64.6	52.9	46.9
PER(최고)	188.4	98.1	79.1		
PER(최저)	94.7	59.4	32.3		
PBR	11.31	8.73	11.13	9.22	7.73
PBR(최고)	19.57	10.45	13.61		
PBR(최저)	9.84	6.33	5.55		
PSR	29.03	21.58	20.19	16.01	14.57
PCFR	60.7	43.3	39.7	34.4	31.8
EV/EBITDA	60.2	43.2	40.3	33.9	30.6
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	13.7	14.3	13.8
ROE	10.8	11.2	18.8	19.1	17.9
ROIC	10.7	11.0	18.7	21.2	22.7
매출채권회전율	1.1	1.3	1.7	1.5	1.3
재고자산회전율	5.4	4.8	5.5	5.6	5.2
부채비율	34.5	33.9	30.9	28.1	25.9
순차입금비율	-0.6	-4.6	-9.5	-17.5	-29.7
이자보상배율	23.8	34.9	68.7	85.7	95.7
총차입금	516.6	495.4	495.4	495.4	495.4
순차입금	-15.8	-132.5	-330.6	-732.5	-1,474.6
EBITDA	465.5	537.3	923.4	1,087.5	1,178.2
FCF	190.5	158.6	219.5	441.6	775.0

Compliance Notice

- 당사는 11월 09일 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

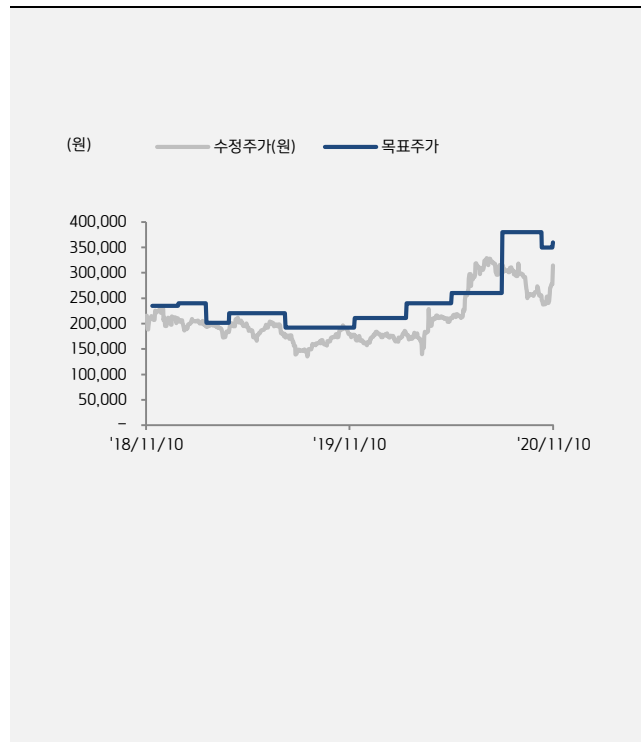
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-27.89	-18.57
	2020-11-10	Buy (Maintain)	360,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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%