

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이달미**

talmi@sk.com.kr  
02-3773-9952

### Company Data

자본금	1,349 억원
발행주식수	13,499 만주
자사주	121 만주
액면가	1,000 원
시가총액	384,732 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외63)	22.87%
Ion Investments B.V.(외1)	9.54%
외국인지분률	20.50%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(20/11/09)	285,000 원
KOSPI	2447.2 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	329,000 원
52주 최저가	140,000 원
60일 평균 거래대금	2,604 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.8%	6.3%
6개월	35.4%	7.6%
12개월	58.7%	38.6%

셀트리온 (068270/KS | 매수(유지) | T.P 370,000 원(유지))

## 예상치를 상회한 2020년 3분기 실적

- 2020년 3분기 영업이익 당사 추정치 대비 27.7% 상회한 호실적 시현
- 트룩시마, 허쥬마, 램시마의 안정적인 판매 및 테바항 CMO 매출증가 때문
- 코로나19 치료제는 연내 긴급사용승인을 목표로 임상 순항 중
- 2020년 4분기부터 다케다 인수 부문 매출에 반영될 전망
- 투자의견 매수 및 목표주가 370,000 원 유지

## 2020년 3분기 실적 Review

동사의 2020년 3분기 실적은 매출액 5,488 억원(+89.9%YoY), 영업이익은 2,453 억원(+137.8%YoY, OPM 44.7%) 시현으로 당사 추정치 대비 27.7% 상회하는 호실적을 시현하였다. 이번 호실적의 원인은 트룩시마, 허쥬마, 램시마의 안정적인 판매가 유지되었고 CMO 인 테바의 아조비 제품 증가 때문이다. 또한 1 공장의 10 만리터 증설이 full 가동되면서 원가 개선도 이익 상회에 큰 영향을 미쳤다.

## 코로나19 치료제는 임상 2,3상 진행 중

코로나19 치료제는 긍정적인 임상 1상 결과를 바탕으로 현재 임상 2,3상을 동시에 진행 중이다. 올해 연내로 임상 2상 결과가 나오면 긴급사용승인 신청에 들어갈 예정, 내년 초에는 국내 출시가 가능할 전망이다. 현재 공장의 가동은 코로나19 치료제 대량생산 체제에 맞춰서 효율적으로 운영 중에 있다.

## 투자의견 매수 및 목표주가 370,000 원 유지

이번 3분기 실적 발표를 토대로 동사의 실적을 상향 조정한다. 2020년, 2021년 영업이익을 각각 13.0%, 3.0% 상향 했고 이에 따른 EPS는 각각 12.5%, 2.5% 상향 조정되었으나 이번 조정은 미미한 수준으로 목표주가 370,000 원을 유지한다. 2020년 4분기부터는 다케다 제약부문 인수가 마무리되어 실적이 반영될 예정, 2021년에는 본격적인 반영이 예상된다. R&D 파이프라인도 스텔라라 바이오시밀러에 이어서 골다공증 치료제인 프롤리아 바이오시밀러의 글로벌 임상 1상을 개시하며 바이오시밀러 포트폴리오 다양화에 나서고 있다. 실적, R&D, 코로나19 치료제 등 여러가지 긍정적인 요인들이 주가 상승 모멘텀으로 작용하고 있어 장기적인 주가 우상향이 전망된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	9,491	9,821	11,285	19,006	23,152	28,761
yoy	%	41.5	3.5	14.9	68.4	21.8	24.2
영업이익	억원	5,078	3,387	3,781	7,950	10,187	12,942
yoy	%	103.4	-33.3	11.6	110.3	28.1	27.1
EBITDA	억원	6,058	4,655	5,373	9,748	12,065	14,838
세전이익	억원	4,915	3,177	3,786	7,962	10,213	13,070
순이익(지배주주)	억원	3,825	2,618	2,976	6,062	7,779	9,958
영업이익률%	%	53.5	34.5	33.5	41.8	44.0	45.0
EBITDA%	%	63.8	47.4	47.6	51.3	52.1	51.6
순이익률	%	40.7	25.8	26.4	31.9	33.6	34.7
EPS(계속사업)	원	2,858	1,952	2,211	4,494	5,767	7,382
PER	배	72.6	108.9	81.9	63.4	49.4	38.6
PBR	배	12.0	11.3	8.7	11.3	9.2	7.4
EV/EBITDA	배	46.0	61.4	45.4	39.4	31.4	25.1
ROE	%	17.5	10.8	11.2	19.5	20.4	21.2
순차입금	억원	828	-157	-1,285	-2,000	-6,854	-12,885
부채비율	%	36.3	34.5	33.9	38.2	34.6	31.9

그림 1. 셀트리온의 2020년 3분기 실적 Review

(억원, %)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E		증감율		추정치 차이
					확정치	당사 추정치	YoY	QoQ	
매출액	2,890.5	3,827.3	3,728.5	4,288.0	5,487.7	4,652.0	89.9	28.0	18.0
영업이익	1,031.5	1,141.9	1,202.4	1,818.4	2,453.0	1,921.3	137.8	34.9	27.7
세전이익	1,067.9	1,046.6	1,384.3	1,805.9	2,309.8	1,991.4	116.3	27.9	16.0
순이익	616.0	950.6	1,052.9	1,386.1	1,758.2	1,528.5	185.5	26.8	15.0
영업이익률	35.7	29.8	32.2	42.4	44.7	41.3			
세전이익률	36.9	27.3	37.1	42.1	42.1	42.8			
순이익률	21.3	24.8	28.2	32.3	32.0	32.9			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 셀트리온의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액	19,006	23,152	28,761	17,772	21,452	26,452	6.9	7.9	8.7
영업이익	7,950	10,187	12,942	7,035	9,885	12,432	13.0	3.0	4.1
세전이익	7,962	10,213	13,070	7,047	9,916	12,566	13.0	3.0	4.0
순이익	6,062	7,779	9,958	5,390	7,588	9,619	12.5	2.5	3.5
EPS	4,494	5,767	7,382	3,996	5,626	7,131	12.5	2.5	3.5
영업이익률	41.8	44.0	45.0	39.6	46.1	47.0	2.2	(2.1)	(2.0)

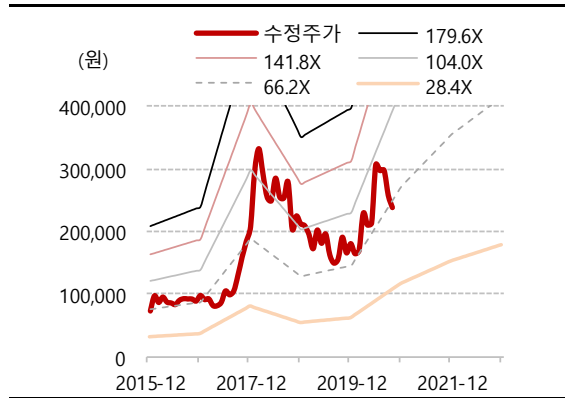
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 셀트리온의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,217.0	2,349.7	2,890.5	3,827.3	3,728.5	4,288.0	5,487.7	5,502.0	11,284.6	19,006.2	23,152.0	28,761.0
영업이익	773.6	833.6	1,031.5	1,141.9	1,202.4	1,818.4	2,453.0	2,475.9	3,780.6	7,949.7	10,186.9	12,942.5
세전이익	814.1	857.1	1,067.9	1,046.6	1,384.3	1,805.9	2,309.8	2,461.5	3,785.6	7,961.5	10,213.4	13,069.9
순이익	630.2	782.9	616.0	950.6	1,052.9	1,386.1	1,758.2	1,873.7	2,975.6	6,062.2	7,779.4	9,957.6
성장률YoY(%)												
매출액	-9.5	-10.8	25.1	57.8	68.2	82.5	89.9	43.8	14.9	68.4	21.8	24.2
영업이익	-32.9	-21.2	40.1	159.5	55.4	118.1	137.8	116.8	11.6	110.3	28.1	27.1
세전이익	-28.4	-4.5	49.4	144.5	0.0	0.0	116.3	135.2	19.1	110.3	28.3	28.0
순이익	-22.7	-2.2	12.7	154.6	0.0	0.0	185.5	97.1	17.5	103.7	28.3	28.0
수익률(%)												
영업이익	34.9	35.5	35.7	29.8	32.2	42.4	44.7	45.0	33.5	41.8	44.0	45.0
세전이익	36.7	36.5	36.9	27.3	37.1	42.1	42.1	44.7	33.5	41.9	44.1	45.4
순이익	28.4	33.3	21.3	24.8	28.2	32.3	32.0	34.1	26.4	31.9	33.6	34.6

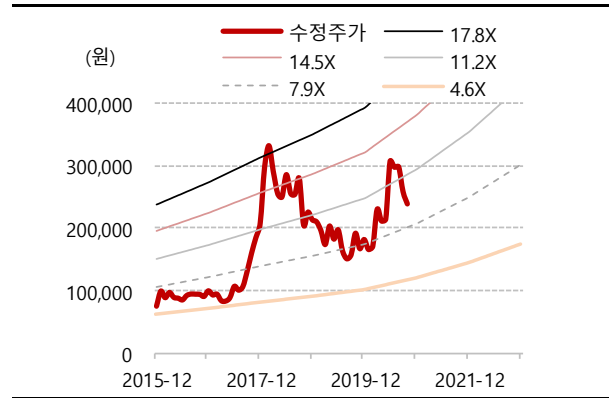
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 셀트리온의 PER 밴드차트



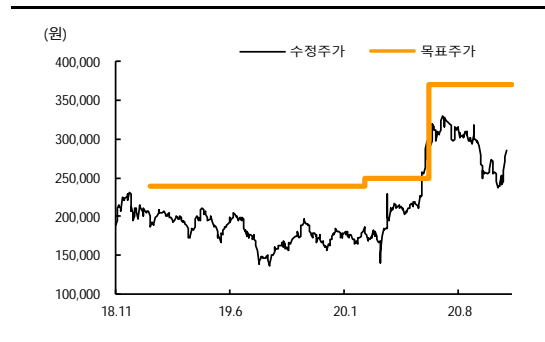
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 셀트리온의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.10	매수	370,000원	6개월		
2020.10.27	매수	370,000원	6개월	-21.29%	-11.08%
2020.06.17	매수	370,000원	6개월	-20.29%	-11.08%
2020.04.13	매수	250,000원	6개월	-25.70%	19.00%
2020.02.20	매수	250,000원	6개월	-27.96%	-8.40%
2019.10.08	매수	238,786원	6개월	-24.64%	-11.40%
2019.09.25	매수	238,786원	6개월	-23.67%	-11.40%
2019.06.20	매수	238,786원	6개월	-23.28%	-11.40%
2019.01.16	매수	238,786원	6개월	-19.04%	-11.40%



**Compliance Notice**

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 11 월 10 일 기준)**

매수	87.05%	중립	12.95%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	16,645	17,873	26,764	35,742	47,407
현금및현금성자산	4,105	5,461	7,087	11,926	17,822
매출채권및기타채권	9,309	8,258	13,909	16,943	21,048
재고자산	1,631	3,089	5,203	6,338	7,874
<b>비유동자산</b>	18,761	21,064	21,996	22,293	22,655
장기금융자산	190	176	231	231	231
유형자산	8,814	9,236	8,667	8,213	7,802
무형자산	9,223	10,400	11,390	11,911	12,372
<b>자산총계</b>	35,406	38,937	48,759	58,035	70,062
<b>유동부채</b>	6,781	6,572	9,505	10,461	11,807
단기금융부채	4,136	3,563	4,436	4,286	4,136
매입채무 및 기타채무	674	1,127	1,899	2,313	2,873
단기충당부채	9	24	41	50	62
<b>비유동부채</b>	2,298	3,295	3,968	4,458	5,131
장기금융부채	1,031	1,431	797	812	832
장기매입채무 및 기타채무	10	9	9	9	9
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	9,078	9,867	13,473	14,919	16,938
<b>지배주주지분</b>	25,240	27,942	34,156	41,976	51,974
자본금	1,255	1,283	1,349	1,349	1,349
자본잉여금	7,766	8,022	8,231	8,231	8,231
기타자본구성요소	-898	-1,363	-1,462	-1,462	-1,462
자기주식	-1,189	-1,771	-1,918	-1,918	-1,918
이익잉여금	17,018	19,969	25,968	33,747	43,705
비지배주주지분	1,088	1,128	1,131	1,140	1,149
<b>자본총계</b>	26,328	29,070	35,287	43,116	53,123
<b>부채외자본총계</b>	35,406	38,937	48,759	58,035	70,062

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,821	4,740	2,413	6,759	7,837
당기순이익(손실)	2,536	2,980	6,071	7,788	9,966
비현금성항목등	2,164	2,649	3,860	4,277	4,871
유형자산감가상각비	411	484	552	484	441
무형자산감가상각비	857	1,109	1,246	1,394	1,454
기타	218	280	265	46	46
운전자본감소(증가)	-114	-227	-5,922	-2,881	-3,897
매출채권및기타채권의 감소(증가)	21	-75	-5,708	-3,034	-4,105
재고자산감소(증가)	-3	-1,743	-2,456	-1,135	-1,536
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	221	-590	414	560
기타	-128	1,370	2,833	874	1,183
법인세납부	-764	-661	-1,597	-2,425	-3,104
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,931	-2,514	-899	-1,675	-1,701
금융자산감소(증가)	164	452	789	120	-5
유형자산감소(증가)	-791	-917	-30	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1,257	-1,915	-1,915	-1,915	-1,915
기타	-48	-135	257	150	248
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,981	-859	82	-247	-239
단기금융부채증가(감소)	-1,236	-268	270	-150	-150
장기금융부채증가(감소)	0	-22	-3	15	20
자본의증가(감소)	-544	-396	-2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-201	-174	-182	-112	-109
<b>현금의 증가(감소)</b>	-87	1,356	1,626	4,838	5,897
기초현금	4,192	4,105	5,461	7,087	11,926
기말현금	4,105	5,461	7,087	11,926	17,822
FCF	2,438	1,829	652	4,821	5,922

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	9,821	11,285	19,006	23,152	28,761
<b>매출원가</b>	4,329	4,984	8,092	9,261	11,504
<b>매출총이익</b>	5,492	6,300	10,915	13,891	17,257
매출총이익률 (%)	55.9	55.8	57.4	60.0	60.0
<b>판매비와관리비</b>	2,105	2,520	2,965	3,704	4,314
<b>영업이익</b>	3,387	3,781	7,950	10,187	12,942
영업이익률 (%)	34.5	33.5	41.8	44.0	45.0
<b>비영업손익</b>	-210	5	12	27	127
순금융비용	34	-12	-24	-39	-140
외환관련손익	13	5	32	32	32
관계기업투자등 관련손익	-5	45	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	3,177	3,786	7,962	10,213	13,070
세전계속사업이익률 (%)	32.4	33.6	41.9	44.1	45.4
<b>계속사업법인세</b>	642	806	1,891	2,425	3,104
<b>계속사업이익</b>	2,536	2,980	6,071	7,788	9,966
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	2,536	2,980	6,071	7,788	9,966
순이익률 (%)	25.8	26.4	31.9	33.6	34.7
<b>지배주주</b>	2,618	2,976	6,062	7,779	9,958
지배주주귀속 순이익률(%)	26.66	26.37	31.9	33.6	34.62
비지배주주	-83	4	9	9	9
총포괄이익	2,556	2,912	6,112	7,829	10,008
지배주주	2,638	2,906	6,103	7,820	9,998
비지배주주	-82	6	9	9	9
<b>EBITDA</b>	4,655	5,373	9,748	12,065	14,838

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.5	14.9	68.4	21.8	24.2
영업이익	-33.3	11.6	110.3	28.1	27.1
세전계속사업이익	-35.4	19.2	110.3	28.3	28.0
EBITDA	-23.2	15.4	81.4	23.8	23.0
EPS(계속사업)	-31.7	13.3	103.3	28.3	28.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.8	11.2	19.5	20.4	21.2
ROA	7.4	8.0	13.9	14.6	15.6
EBITDA마진	47.4	47.6	51.3	52.1	51.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	245.5	272.0	281.6	341.7	401.5
부채비율	34.5	33.9	38.2	34.6	31.9
순차입금/자기자본	-0.6	-4.4	-5.7	-15.9	-24.3
EBITDA/이자비용(배)	32.7	49.6	91.6	108.2	136.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,952	2,211	4,494	5,767	7,382
BPS	18,795	20,744	25,302	31,095	38,501
CFPS	2,897	3,394	5,828	7,160	8,787
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	179.6	95.7	73.2	57.1	44.6
PER(최저)	96.4	61.1	31.2	24.3	19.0
PBR(최고)	18.7	10.2	13.0	10.6	8.6
PBR(최저)	10.0	6.5	5.5	4.5	3.6
PCR	73.4	53.3	48.9	39.8	32.4
EV/EBITDA(최고)	100.6	52.7	45.5	36.3	29.1
EV/EBITDA(최저)	54.2	33.8	19.3	15.2	11.9