



Outperform(Downgrade)

목표주가: 280,000원

주가(10/1): 248,000원

시가총액: 342,078억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/1)		3,019.18pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	396,240원	233,227원
등락률	-37.4%	6.3%
수익률	절대	상대
1M	-12.4%	-7.1%
6M	-19.5%	-16.8%
1Y	-0.8%	-22.5%

Company Data

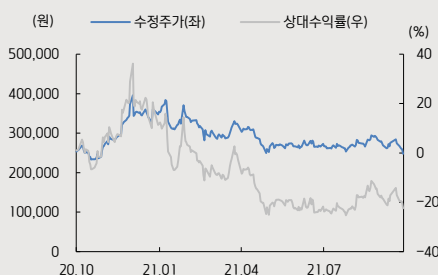
발행주식수	137,935 천주
일평균 거래량(3M)	565천주
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	28,472원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 70 인
	22.8%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,128.5	1,849.1	1,857.1	2,399.0
영업이익	378.1	712.1	697.6	838.0
EBITDA	537.3	891.5	917.8	1,033.4
세전이익	378.6	650.7	764.1	846.1
순이익	298.0	519.2	603.6	659.9
지배주주지분순이익	297.6	511.3	588.6	643.4
EPS(원)	2,168	3,717	4,269	4,665
증감률(% YoY)	13.3	71.4	14.9	9.3
PER(배)	82.0	96.6	58.1	53.2
PBR(배)	8.74	14.82	8.71	7.48
EV/EBITDA(배)	43.2	54.6	36.6	32.1
영업이익률(%)	33.5	38.5	37.6	34.9
ROE(%)	11.2	16.7	16.2	15.1
순차입금비율(%)	-4.6	2.2	-18.6	-25.8

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

다소 아쉬운 공급계약. 기대치 하회 전망



3분기는 시장 기대치를 하회하는 실적이 예상됩니다. 3Q21 체결된 공급계약은 지난 분기 대비 +4% 증가한 2,715억원으로 아조비 CMO, 램시마IV, 트룩시마 위주로 계약이 되었습니다. 렉키로나와 램시마SC 공급이 예상보다 부진하여 관련 매출 추정치 하향하였으나, 최근 미국 정부와 계약된 코로나19 진단 매출을 추가 반영하였습니다.

>>> 3분기 컨센서스 하회 전망

3분기 매출액 4,413억원(YoY -20%, QoQ +2%), 영업이익 1,757억원(YoY -28%, QoQ +8%, OPM 40%)으로 매출액과 영업이익이 시장 기대치를 각각 -23%, -28% 하회할 것으로 예상된다. 3분기 체결된 공급계약은 아조비 CMO 393억원, 램시마IV 972억원, 램시마IV와 트룩시마 1,350억원 합하여 총 2,715억원으로 지난 2분기 2,611억원 대비 4% 증가한 수치이다.

공급계약이 큰 폭 증가하지 않은 데에는 렉키로나 유럽 승인 및 정부 비축 물량 계약이 예상보다 지연되고 있고, 셀트리온헬스케어의 램시마SC 2분기까지 누적 매출액(약 660억원)이 셀트리온의 공급 물량(약 5,300억원)에 못 미쳐 재고가 남아있는 등 램시마SC의 매출이 예상보다 둔화된 속도로 상승하고 있기 때문으로 보인다. 2분기에는 긴급 공급물량에 따른 일시 CMO 활용으로 이익률 38%(YoY 4.6%p, QoQ -7.6%p) 하락했으나, 3분기에는 트룩시마 공급 등이 일부 상쇄하여 이익률 전분기 대비 소폭 상승한 40%(YoY -5%p, QoQ +2%p)가 전망된다.

>>> 렉키로나와 램시마SC 속도 조절. 진단으로 매출 성장 지속

10/1일 머크의 경구용 코로나19 치료제 3상 중간 결과 발표로 높은 성공 가능성, 복용 편리성과 항체 치료제 대비 낮은 약가가 예상됨에 따라 코로나19 항체 치료제 렉키로나 하반기 매출을 보수적으로 반영하지 않았다. 램시마SC 또한 예상보다 둔화된 침투 속도를 보여주고 있으며 판매 매출 대비 재고가 충분히 있다고 판단되어 하반기 매출 추정에서 제외하였다.

다만, 미국 정부와 코로나19 진단키트 최대 6억 2,600만달러(약 7,382억원) 공급 업체로 선정('22.9월까지)되어 진단키트 매출액을 적용하였다. 고마진의 램시마SC 및 렉키로나의 부진과 저마진의 진단키트 계약이 수익성 측면에서는 다소 아쉬운 부분이나, 여전히 4분기 렉키로나 유럽 승인과 리오프닝에 따른 램시마SC 우호적 영업환경 개선을 기대해 볼 수 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 28만원 하향

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q21	2Q21	3Q20E	컨센서스	차이	2021	컨센서스	차이
매출액	457.0	431.8	441.3	570.7	-23%	1,857.1	2,184.1	-15.0%
yoy	22.6%	0.7%	-19.6%	4.0%		0.4%	18.1%	
영업이익	207.7	163.2	175.7	243.8	-28%	697.6	902.0	-22.7%
yoy	72.7%	-10.2%	-28.4%	-0.6%		-2.0%	26.7%	
OPM	45.4%	37.8%	39.8%	42.7%		37.6%	41.3%	
지배주주순이익	125.5	144.6	131.1	171.2	-23%	588.6	705.9	-16.6%
yoy	19.6%	4.7%	-23.2%	0.3%		15.1%	38.1%	
NPM	27.5%	33.5%	29.7%	30.0%		31.7%	32.3%	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
바이오헬스	337.4	389.2	517.9	426.1	1670.6	370.3	334.0	337.0	297.7	1321.4
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	337.7	4.6	99.3	110.3	106.6	320.8
램시마 SC	108.1	90.0	208.5	124.7	531.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
트룩시마	85.7	120.1	22.0	94.8	322.5	86.8	138.2	123.9	54.2	403.1
허쥬마	29.8	38.6	22.0	5.0	95.4	73.1	4.3	0.0	65.6	143.0
유플라이마				19.9	19.9	118.8	0.0	0.0	0.9	119.7
용역 + CMO	42.9	54.7	139.3	126.9	363.8	77.9	40.0	102.8	70.3	291.0
렉키로나						9.1	34.5	0.0	0.0	43.7
케미컬의약품	35.0	40.0	30.8	69.8	175.6	86.0	96.9	103.4	64.9	351.2
기타	0.5	-0.4	0.1	2.7	2.9	0.7	0.9	0.9	182.1	184.5
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	1,849.1	457.0	431.8	441.3	544.7	1,857.1
YoY	68%	82%	90%	30%	64%	23%	1%	-20%	9%	0%
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	827.9	159.9	192.4	186.4	309.8	848.5
원가율	50%	44%	42%	45%	45%	35%	45%	42%	57%	46%
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	1021.2	297.1	239.4	254.9	234.9	1008.6
매출총이익율	50%	56%	58%	55%	55%	65%	55%	58%	43%	54%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	309.1	89.4	76.2	79.2	66.2	311.0
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	712.1	207.7	163.2	175.7	168.6	697.6
YoY	55%	118%	138%	44%	88%	73%	-10%	-28%	2%	-2%
OPM	32%	42%	45%	33%	39%	45%	38%	40%	31%	38%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	360,578	'21 년 EPS * 평균 PER ('15~'20 년)
② 비영업가치	22,188	
관계기업		
- 셀트리온제약	22,188	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	(766)	
④ 유통 주식 수	136,593	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	383,531	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	280,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	1,857.1	2,399.0	2,011.1
매출원가	498.4	827.9	848.5	1,179.7	988.9
매출총이익	630.0	1,021.2	1,008.6	1,219.4	1,022.2
판관비	252.0	309.1	311.0	381.4	302.6
영업이익	378.1	712.1	697.6	838.0	719.6
EBITDA	537.3	891.5	917.8	1,033.4	893.1
영업외손익	0.5	-61.4	66.5	8.1	21.4
이자수익	12.1	5.7	18.4	23.9	37.3
이자비용	10.8	7.5	7.5	7.5	7.5
외환관련이익	9.4	19.2	16.1	16.1	16.1
외환관련손실	8.9	41.9	14.0	14.0	14.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.6	2.6	2.6	2.6
기타	-0.8	-39.5	50.9	-13.0	-13.1
법인세차감전이익	378.6	650.7	764.1	846.1	741.0
법인세비용	80.6	131.4	160.5	186.1	163.0
계속사업순손익	298.0	519.2	603.6	659.9	578.0
당기순이익	298.0	519.2	603.6	659.9	578.0
지배주주순이익	297.6	511.3	588.6	643.4	563.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.9	63.9	0.4	29.2	-16.2
영업이익 증감율	11.6	88.3	-2.0	20.1	-14.1
EBITDA 증감율	15.4	65.9	3.0	12.6	-13.6
지배주주순이익 증감율	13.7	71.8	15.1	9.3	-12.4
EPS 증감율	13.3	71.4	14.9	9.3	-12.4
매출총이익율(%)	55.8	55.2	54.3	50.8	50.8
영업이익률(%)	33.5	38.5	37.6	34.9	35.8
EBITDA Margin(%)	47.6	48.2	49.4	43.1	44.4
지배주주순이익률(%)	26.4	27.7	31.7	26.8	28.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,469.5	4,517.4	5,529.4
현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,516.2	1,979.1	3,372.7
단기금융자산	81.7	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	826.7	1,315.7	1,448.5	1,919.2	1,608.9
재고자산	308.9	385.6	371.4	479.8	402.2
기타유동자산	23.9	118.1	119.4	125.3	131.6
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,309.8	2,114.3	1,940.9
투자자산	65.5	79.4	79.4	79.5	79.5
유형자산	923.6	946.3	886.5	832.7	784.3
무형자산	1,040.0	1,430.5	1,270.0	1,128.4	1,003.3
기타비유동자산	77.3	73.7	73.9	73.7	73.8
자산총계	3,893.7	5,047.7	5,779.2	6,631.8	7,470.3
유동부채	657.2	1,056.8	1,181.1	1,373.3	1,633.3
매입채무 및 기타채무	224.2	300.2	424.6	616.7	876.8
단기금융부채	352.3	571.4	571.4	571.4	571.4
기타유동부채	80.7	185.2	185.1	185.2	185.1
비유동부채	329.5	535.8	535.8	535.8	535.8
장기금융부채	143.1	203.0	203.0	203.0	203.0
기타비유동부채	186.4	332.8	332.8	332.8	332.8
부채총계	986.7	1,592.5	1,716.9	1,909.0	2,169.1
자본총계	2,794.2	3,335.3	3,927.3	4,571.2	5,135.3
자본금	128.3	135.0	137.9	137.9	137.9
자본잉여금	802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
기타자본	-136.3	-136.6	-136.6	-136.6	-136.6
기타포괄손익누계액	3.0	6.3	9.5	12.8	16.0
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,087.8	3,728.5	4,289.3
비지배지분	112.8	119.9	135.0	151.5	165.9
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,062.3	4,722.7	5,301.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	892.5	526.6	1,457.2
당기순이익	298.0	519.2	603.6	659.9	578.0
비현금항목의 가감	264.9	402.3	433.9	429.2	370.8
유형자산감가상각비	48.4	57.7	59.8	53.8	48.4
무형자산감가상각비	110.9	121.7	160.5	141.6	125.0
지분법평가손익	-5.5	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
기타	111.1	225.5	216.2	236.4	200.0
영업활동자산부채증감	-22.7	-506.3	4.5	-392.9	641.7
매출채권및기타채권의감소	-7.5	-536.8	-132.8	-470.7	310.3
재고자산의감소	-174.3	-128.8	14.2	-108.4	77.6
매입채무및기타채무의증가	22.1	-7.8	124.4	192.1	260.1
기타	137.0	167.1	-1.3	-5.9	-6.3
기타현금흐름	-66.2	-64.5	-149.5	-169.6	-133.3
투자활동 현금흐름	-251.4	-472.0	13.2	13.2	13.2
유형자산의 취득	-94.3	-87.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-191.5	-452.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	-11.3	2.5	2.5	2.5
단기금융자산의감소(증가)	40.2	67.6	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7
재무활동 현금흐름	-85.9	266.0	265.4	262.5	262.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	18.6	19.4	2.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-58.2	-15.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-46.3	262.5	262.5	262.5	262.5
기타현금흐름	-1.0	-6.6	-339.2	-339.2	-339.2
현금 및 현금성자산의 순증가	135.6	138.2	831.9	462.9	1,393.6
기초현금 및 현금성자산	410.5	546.1	684.3	1,516.2	1,979.1
기말현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,516.2	1,979.1	3,372.7

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	4,269	4,665	4,086
BPS	20,341	24,226	28,472	33,141	37,230
CFPS	4,101	6,699	7,526	7,896	6,879
DPS	50	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	82.0	96.6	58.1	53.2	60.7
PER(최고)	98.2	106.6	91.3		
PER(최저)	59.5	36.6	57.2		
PBR	8.74	14.82	8.71	7.48	6.66
PBR(최고)	10.47	16.36	13.70		
PBR(최저)	6.34	5.61	8.57		
PSR	21.62	26.71	18.41	14.26	17.01
PCFR	43.3	53.6	33.0	31.4	36.1
EV/EBITDA	43.2	54.6	36.6	32.1	35.6
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	8.0	11.6	11.2	10.6	8.2
ROE	11.2	16.7	16.2	15.1	11.6
ROIC	11.0	17.5	15.1	18.0	16.9
매출채권회전율	1.3	1.7	1.3	1.4	1.1
재고자산회전율	4.8	5.3	4.9	5.6	4.6
부채비율	33.9	46.1	42.3	40.4	40.9
순차입금비율	-4.6	2.2	-18.6	-25.8	-49.3
이자보상배율	34.9	94.9	93.0	111.7	95.9
총차입금	495.4	774.4	774.4	774.4	774.4
순차입금	-132.5	76.1	-755.8	-1,218.7	-2,612.4
NOPLAT	537.3	891.5	917.8	1,033.4	893.1
FCF	158.6	-284.4	775.9	456.2	1,376.5

Compliance Notice

- 당사는 10월 1일 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

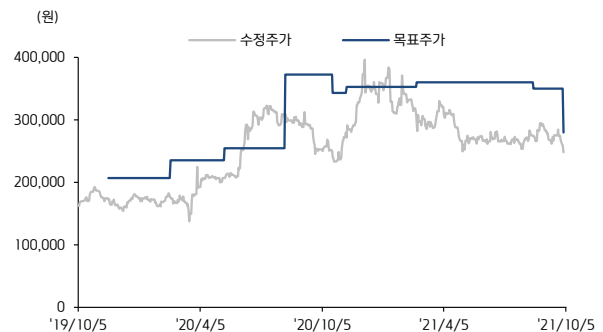
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
셀트리온 (068270)	2019-11-19	Outperform (Maintain)	206,976원	6개월	-18.06	-11.75
	2020-02-20	Buy(Upgrade)	235,200원	6개월	-25.89	-25.26
	2020-02-24	Buy(Maintain)	235,200원	6개월	-27.00	-24.01
	2020-03-12	Buy(Maintain)	235,200원	6개월	-20.18	-4.39
	2020-05-11	Buy(Maintain)	254,800원	6개월	8.28	26.80
	2020-08-10	Buy(Maintain)	372,400원	6개월	-24.94	-16.14
	2020-10-20	Buy(Maintain)	343,000원	6개월	-27.74	-18.40
	2020-11-10	Buy(Maintain)	352,800원	6개월	-5.38	12.31
	2021-02-23	Outerperform (Downgrade)	360,000원	6개월	-11.74	10.07
	2021-05-13	Buy(Upgrade)	360,000원	6개월	-25.43	-21.39
	2021-08-17	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-22.41	-18.86
	2021-08-24	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-21.11	-15.86
	2021-10-05	Outerperform (Downgrade)	280,000원	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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%