유진투자증권

셀트리온(068270)

성장 기대 유지

2021.05.13

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가:400,000원(유지)

현재주가: 262,500원(05/12)

시가총액: 36,147(십억원)

BIO 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

1 분기 예상 상회한 이익 시현

셀트리온의 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 4,570 억원, 2,077 억원으로 컨센서스(매출액 5,230 억원, 영업이익 1,959 억원) 대비 영업이익은 상회했다. 매출액이 예상을 하회한 원인은 렉키로나 생산을 위해 램시마, 램시마 SC 의 생산을 최소화했기 때문이다. 반면 올 3 분기부터 유럽시장에 판매될 유플라이마 생산 매출은 지난 4 분기 200 억원에서 1,188 억원으로 증가했다. 영업이익률은 45.4%로 다시 40%대로 회복했는데, 원가율 개선 작업과 연구개발비 감소효과가 복합적으로 작용한 것으로 판단된다.

렉키로나에 대한 기대 유효, 유플라이마의 퍼스트 무버 효과 기대

백신 확보 집중으로 유럽의 항체치료제에 대한 구매가 늦어지면서, 동사의 렉키로나주에 대한 기대도 낮아졌다. 하지만, COVID-19 은 완전한 집단면역으로 없어지기 힘든 질병이고, 치료제에 대한 재고확보는 필요하다고 판단된다. 렉키로나는 국내에서 처방건수 증가와 위중증/ 사망환자비율이 동반되고 있어, 효과가 입증되고 있다. 6 월내에 3 상 결과가 발표되면 더 확실해질 것이다. 여러 국가발 변이에 대해서도 중화능력이 있는 것으로 확인되고 있다. EU 에서 최종 허가가 예상되는 3 분기말 이후 본격적인 수출을 기대한다. 유플라이마는 고농도 휴미라 바이오시밀러로는 유럽시장에 처음으로 출시될 예정이어서 선점효과가 예상된다.

파이프라인 지속 확대, 중장기 성장 전망 유지

유플라이마에 이어 3 상을 개시한 5 개의 신규 바이오시밀러들이 순차적으로 출시되면서 동사의 성장은 지속될 것이다. 최근 렉키로나에 대한 수출 기대가 낮아지면서 주가가 큰 폭 조정을 받았다. 하지만, 지연될 뿐 치료제에 대한 필요성은 여전하고, 렉키로나의 효능은 이를 충족시킬 것으로 판단한다. 본업인 바이오시밀러 파이프라인 확대에 따른 지속가능한 성장을 주시할 필요가 있다. 투자의견 BUY, 목표주가 40 만원을 유지한다.

발행주식수	137,703천주
52주 최고가	403,500원
최저가	206,000원
52주 일간 Beta	1.0
90일 일평균거래대금	223억원
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2021F)	-
주주구성	
셀트리온홀딩스 외 69인	22.8%
국민연금공단	7.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15.5	-8.5	26.7
절대기준	-16.3	-36.2	-37.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	400,000	400,000	-
영업이익(20)	712.1	712.1	-
영업이익(21)	1,060.5	1,169.0	▼

(단위: 십억원, (%,%p)	1Q21P					2Q21E			2020	2021F		2022F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	457.0	512.8	-10.9	523.0	-12.6	534.4	16.9	24.6	1,849.1	2,454.9	32.8	3,321.4	35.3
영업이익	207.7	176.1	18.0	195.9	6.0	219.9	5.9	20.9	712.1	1,060.5	48.9	1,381.6	30.3
세전이익	258.4	177.1	46.0	186.1	38.9	205.9	-20.3	14.0	650.7	1,075.3	65.3	1,386.1	28.9
순이익	197.2	136.3	44.7	141.0	39.9	158.6	-19.6	14.4	519.2	826.2	59.1	1,067.3	29.2
영업이익률	45.4	34.3	11.1	37.5	8.0	41.2	-4.3	-1.2	38.5	43.2	4.7	41.6	-1.6
순이익률	43.2	26.6	16.6	27.0	16.2	29.7	-13.5	-2.7	28.1	33.7	5.6	32.1	-1.5
EPS(원)	5,619	3,884	44.7	4,442	26.5	4,517	-19.6	12.3	3,723	5,884	58.1	7,601	29.2
BPS(원)	25,611	25,177	1.7	26,115	-1.9	26,740	4.4	20.4	24,226	30,090	24.2	37,691	25.3
ROE(%)	21.9	15.4	6.5	17.0	4.9	16.9	-5.0	-1.2	16.7	21.7	5.0	22.4	0.8
PER(X)	46.7	67.6	-	59.1	-	58.1	-	-	96.4	44.6	-	34.5	-
PBR(X)	10.2	10.4	-	10.1	-	9.8	-	-	14.8	8.7	-	7.0	-

자료: 셀트리온, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 분기 실적 추정

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020A	2021F
매출액	**372.8**	**428.8**	**548.8**	**498.7**	**457.0**	**534.4**	**661.6**	**802.0**	**1,849.1**	**2,454.9**
%YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	22.6%	24.6%	20.6%	60.8%	63.9%	32.8%
바이오의약품	**328.5**	**379.8**	**487.8**	**428.9**	**383.9**	**429.4**	**551.6**	**682.0**	**1,624.9**	**2,046.8**
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	0.0	45.3	79.6	79.6	337.7	204.5
허쥬마	29.8	38.6	5.5	5.0	73.1	27.9	20.8	22.3	78.9	144.1
트룩시마	85.8	120.1	22.0	94.8	86.8	118.2	105.1	105.1	322.5	415.2
램시마 SC	108.1	90.0	192.1	124.7	4.6	47.0	123.0	135.0	514.9	309.6
유플라이마				19.9	118.8	86.0	43.0	50.0	19.9	297.8
기타	33.9	45.3	142.0	129.7	100.5	105.0	180.0	290.0	351.0	675.5
케미칼의약품	44.4	49.0	61.0	69.8	73.1	105.0	110.0	120.0	224.2	408.1
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	159.9	225.1	279.7	350.1	827.9	1014.8
매출원가율	50.3%	44.1%	41.7%	44.6%	35.0%	42.1%	42.3%	43.6%	44.8%	41.3%
판관비	**65.1**	**57.9**	**74.5**	**111.6**	**89.4**	**89.3**	**98.3**	**102.5**	**309.1**	**379.6**
판관비율	17.5%	13.5%	13.6%	22.4%	19.6%	16.7%	14.9%	12.8%	16.7%	15.5%
영업이익	**120.2**	**181.8**	**245.3**	**164.7**	**207.7**	**219.9**	**283.5**	**349.4**	**712.1**	**1,060.5**
영업이익률	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	45.4%	41.2%	42.9%	43.6%	38.5%	43.2%
%YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	72.7%	20.9%	15.6%	112.1%	88.4%	48.9%
영업외손익	18.2	-1.3	-14.3	-64.1	50.8	-14.0	-10.0	-12.0	-61.4	14.8
세전이익	138.4	180.6	231.0	100.7	258.4	205.9	273.5	337.4	650.7	1,075.3
법인세	33.1	42.0	55.2	1.2	61.2	47.4	62.9	77.6	131.4	249.1
법인세율	23.9%	23.2%	23.9%	1.2%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%	20.2%	23.2%
당기순이익	**105.3**	**138.6**	**175.8**	**99.5**	**197.2**	**158.6**	**210.6**	**259.8**	**519.2**	**826.2**

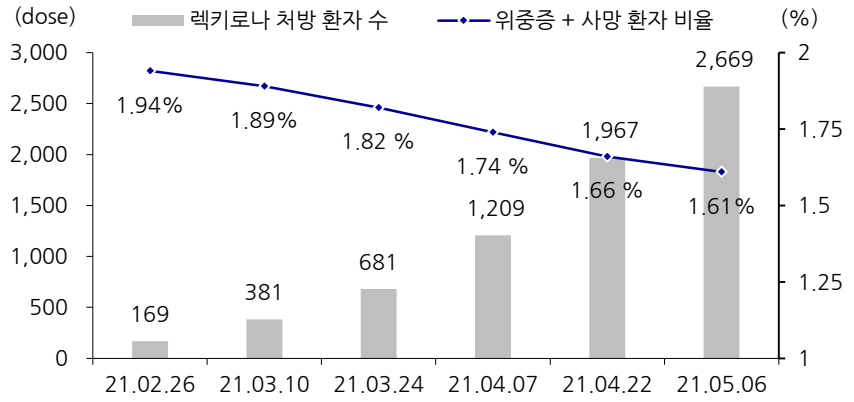
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,128.5**	**1,849.1**	**2,454.9**	**3,321.4**	**3,747.8**
%YoY	14.9%	63.9%	32.8%	35.3%	12.8%
바이오의약품	**984.5**	**1,624.9**	**2,046.8**	**2,836.4**	**3,137.8**
램시마	68.9	337.7	204.5	351.3	370.7
허쥬마	91.3	78.9	144.1	135.6	161.4
트룩시마	339.6	322.5	415.2	533.5	596.7
램시마 SC	303.7	514.9	309.6	901.0	1034.0
유플라이마		19.9	297.8	210.0	352.0
CT-P16				85.0	143.0
CT-P43					130.0
기타	180.9	351.0	675.5	620.0	350.0
케미칼의약품	144.0	224.2	408.1	485.0	610.0
매출원가	498.4	827.9	1014.8	1484.2	1693.7
매출원가율	44.2%	44.8%	41.3%	44.7%	45.2%
판관비	**252.0**	**309.1**	**379.6**	**455.6**	**537.6**
판관비율	22.3%	16.7%	15.5%	13.7%	14.3%
영업이익	**378.1**	**712.1**	**1,060.5**	**1,381.6**	**1,516.6**
영업이익률	33.5%	38.5%	43.2%	41.6%	40.5%
%YoY	11.6%	88.4%	48.9%	30.3%	9.8%
영업외손익	0.5	-61.4	14.8	4.5	5.5
세전이익	378.6	650.7	1,075.3	1,386.1	1,522.1
법인세	80.6	131.4	249.1	318.8	350.1
법인세율	21.3%	20.2%	23.2%	23.0%	23.0%
당기순이익	**298.0**	**519.2**	**826.2**	**1,067.3**	**1,172.0**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 3. 렉키로나 국내 투여 추이



자료:셀트리온, 유진투자증권

도표 4. 바이오시밀러 개발 현황

허가 및 상업화 완료					임상 진행중				
									
Remsima	Truxima	Herzuma	Remsima SC	Yuflyma	CT-P16 (Avastin)	CT-P43 (Stelara)	CT-P42 (Eylea)	CT-P39 (Xolair)	CT-P41 (Prolia)

제품명	물질명	오리지널 의약품	적응증	시장규모	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	Infliximab	-	자가면역질환	-	임상 3 상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.07 월, 소아적응증 제외)
YUFLYMA (CT-P17)	Adalimumab	HUMIRA (AbbVie)	자가면역질환	30.4	허가신청 준비중	유럽 최종판매허가 획득 (2021.2 월)
CT-P16	Bevacizumab	AVASTIN (Roche)	대장암 등	6.3	글로벌 임상 3 상 진행 중 (임상완료 1H21 목표)	
CT-P43	Ustekinumab	STELARA (Johnson & Johnson)	알레르기성 천식, 만성 두드러기	10.9	글로벌 임상 3 상 진행중(2020.09 월 ~)	
CT-P42	Afilvercept	EYLEA (Regeneron)	자가면역질환	6.1	글로벌 임상 3 상 진행중(2021.01 월 ~)	
CT-P39	Omalizumab	XOLAIR (Genentech)	골다공증	3.3	글로벌 임상 3 상 진행중(2020.07 월 ~)	
CT-P41	Denosumab	)PROLIA (Amgen)	황반변성	5.2	글로벌 임상 3 상 진행중(2020.09 월 ~)	

자료 : 셀트리온
단위: 십억달러

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**3,893.7**	**5,047.7**	**6,028.3**	**7,199.2**	**8,427.4**
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,306.7	4,267.3	5,283.8
현금성자산	627.8	698.3	1,217.7	1,603.3	2,102.0
매출채권	825.8	1,315.5	1,581.0	2,015.0	2,431.8
재고자산	308.9	385.6	475.0	613.0	712.0
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,721.5	2,931.9	3,143.7
투자자산	142.7	153.2	159.4	165.8	172.6
유형자산	923.6	946.3	984.1	1,052.6	1,133.4
기타	1,040.0	1,430.5	1,578.1	1,713.5	1,837.7
부채총계	**986.7**	**1,592.5**	**1,765.7**	**1,890.2**	**1,969.3**
유동부채	657.2	1,056.8	1,187.1	1,278.2	1,313.3
매입채무	112.7	153.8	231.0	289.0	301.0
유동성이자부채	356.3	595.8	645.8	675.8	695.8
기타	188.2	307.2	310.3	313.4	316.5
비유동부채	329.5	535.8	578.6	612.0	656.0
비유동이자부채	143.1	203.0	233.0	253.0	283.0
기타	186.4	332.8	345.7	359.1	373.0
자본총계	**2,907.0**	**3,455.2**	**4,262.5**	**5,309.0**	**6,458.2**
지배지분	2,794.2	3,335.3	4,142.6	5,189.1	6,338.3
자본금	128.3	135.0	135.0	135.0	135.0
자본잉여금	802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,309.4	4,355.8	5,505.0
기타	(133.3)	(130.3)	(130.3)	(130.3)	(130.3)
비지배지분	112.8	119.9	119.9	119.9	119.9
자본총계	**2,907.0**	**3,455.2**	**4,262.5**	**5,309.0**	**6,458.2**
총차입금	499.3	798.7	878.7	928.7	978.7
순차입금	(128.5)	100.4	(339.0)	(674.6)	(1,123.3)

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,128.5**	**1,849.1**	**2,454.9**	**3,321.4**	**3,747.8**
증가율(%)	14.9	63.9	32.8	35.3	12.8
매출원가	498.4	827.9	1,014.8	1,473.6	1,681.1
매출총이익	**630.0**	**1,021.2**	**1,440.1**	**1,847.8**	**2,066.7**
판매 및 일반관리비	252.0	309.1	379.6	466.2	550.1
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**378.1**	**712.1**	**1,060.5**	**1,381.6**	**1,516.6**
증가율(%)	11.6	88.4	48.9	30.3	9.8
EBITDA	**537.3**	**891.5**	**1,253.3**	**1,590.5**	**1,741.5**
증가율(%)	15.4	65.9	40.6	26.9	9.5
영업외손익	**0.5**	**(61.4)**	**14.8**	**4.5**	**5.5**
이자수익	12.1	6.0	7.1	11.4	12.7
이자비용	10.8	7.5	6.5	7.1	7.5
지분법손익	4.5	2.6	8.7	8.7	8.7
기타영업손익	(5.3)	(62.5)	5.5	(8.5)	(8.4)
세전순이익	**378.6**	**650.7**	**1,075.3**	**1,386.1**	**1,522.1**
증가율(%)	19.1	71.9	65.3	28.9	9.8
법인세비용	80.6	131.4	249.1	318.8	350.1
당기순이익	**298.0**	**519.2**	**826.2**	**1,067.3**	**1,172.0**
증가율(%)	17.5	74.3	59.1	29.2	9.8
지배주주지분	297.6	511.3	810.1	1,046.5	1,149.2
증가율(%)	13.6	71.8	58.4	29.2	9.8
비지배지분	0.4	7.9	16.1	20.8	22.9
EPS(원)	**2,177**	**3,723**	**5,884**	**7,601**	**8,347**
증가율(%)	13.1	71.0	58.1	29.2	9.8
수정EPS(원)	2,177	3,723	5,884	7,601	8,347
증가율(%)	13.1	71.0	58.1	29.2	9.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**474.0**	**350.7**	**817.8**	**746.2**	**876.6**
당기순이익	298.0	519.2	826.2	1,067.3	1,172.0
자산상각비	159.2	179.4	192.8	208.9	224.9
기타비현금성손익	(6.3)	4.2	76.6	(16.1)	(17.6)
운전자본증감	(22.7)	(506.3)	(277.9)	(513.9)	(502.6)
매출채권감소(증가)	(7.5)	(536.8)	(265.5)	(434.0)	(416.8)
재고자산감소(증가)	(174.3)	(128.8)	(89.4)	(138.0)	(99.0)
매입채무증가(감소)	22.1	(7.8)	77.2	58.0	12.0
기타	137.0	167.1	(0.2)	0.1	1.1
투자현금	**(251.4)**	**(472.0)**	**(376.3)**	**(411.2)**	**(428.6)**
단기투자자산감소	46.6	55.0	(0.6)	(0.6)	(0.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	5.7	5.5	5.4
설비투자	(94.3)	(87.0)	(98.2)	(132.9)	(149.9)
유형자산처분	2.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(191.5)	(452.9)	(280.0)	(280.0)	(280.0)
재무현금	**(85.9)**	**266.0**	**77.3**	**50.0**	**50.0**
차입금증가	(29.0)	277.3	80.0	50.0	50.0
자본증가	18.6	19.4	(2.7)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0
현금 증감	**135.6**	**138.2**	**518.8**	**385.0**	**498.1**
기초현금	410.5	546.1	684.3	1,203.1	1,588.1
기말현금	546.1	684.3	1,203.1	1,588.1	2,086.2
Gross Cash flow	562.8	921.5	1,095.7	1,260.1	1,379.3
Gross Investment	320.7	1,033.3	653.6	924.5	930.6
Free Cash Flow	**242.1**	**(111.8)**	**442.1**	**335.6**	**448.7**

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,177	3,723	5,884	7,601	8,347
BPS	20,371	24,226	30,090	37,691	46,038
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	81.6	96.4	44.6	34.5	31.4
PBR	8.7	14.8	8.7	7.0	5.7
EV/EBITDA	45.1	55.6	28.6	22.3	20.1
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	43.2	53.5	33.0	28.7	26.2
수익성(%)					
영업이익율	33.5	38.5	43.2	41.6	40.5
EBITDA이익율	47.6	48.2	51.1	47.9	46.5
순이익율	26.4	28.1	33.7	32.1	31.3
ROE	11.2	16.7	21.7	22.4	19.9
ROIC	11.3	18.3	22.2	25.3	23.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(4.4)	2.9	(8.0)	(12.7)	(17.4)
유동비율	272.0	238.3	278.6	333.9	402.3
이자보상배율	34.9	94.9	163.9	195.1	202.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	1.3	1.7	1.7	1.8	1.7
재고자산회전율	4.8	5.3	5.7	6.1	5.7
매입채무회전율	12.5	13.9	12.8	12.8	12.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2019-05-31	Buy	270,000	1년	-32.9	-20.7
2019-06-17	Buy	270,000	1년	-33.5	-20.7
2019-07-22	Buy	270,000	1년	-35.5	-23.9
2019-10-04	Buy	270,000	1년	-30.6	-23.9
2019-11-07	Buy	270,000	1년	-32.6	-30.4
2019-12-03	Buy	250,000	1년	-19.9	24.6
2020-01-28	Buy	250,000	1년	-20.7	19
2020-02-20	Buy	250,000	1년	-18.6	19
2020-05-11	Buy	250,000	1년	-7.3	19
2020-06-02	Buy	250,000	1년	5.2	19
2020-06-15	Buy	350,000	1년	-11.2	-6
2020-08-10	Buy	360,000	1년	-15	12.1
2020-08-19	Buy	360,000	1년	-15	12.1
2020-11-10	Buy	360,000	1년	-4.6	12.1
2020-11-11	Buy	360,000	1년	-4.3	12.1
2021-01-18	Buy	400,000	1년	-23.7	-7.3
2021-02-23	Buy	400,000	1년	-26.2	-17.4
2021-05-13	Buy	400,000	1년		

셀트리온068270.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 한병화

