유진투자증권

셀트리온(068270)

코로나 후폭풍

2021.11.11

News Comment

투자의견: BUY(유지)

목표주가:300,000원(하향)

현재주가: 214,000원(11/10)

시가총액: 29,518 (십억원)

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

3 분기 부진한 외형, 마진율 개선은 긍정적

셀트리온의 3 분기 매출액과 영업이익은 각각 4,010 억원, 1,640 억원으로 컨센서스(매출액 4,632 억원, 영업이익 1,945 억원) 대비 대폭 하회했다. 전년대비 매출액과 영업이익도 27%, 33% 감소했다. 실적부진의 원인은 마진이 상대적으로 높은 램시마 SC 의 매출이 없었고, 테바향 CMO 매출도 4 분기로 이월되었기 때문이다. 그럼에도 불구하고 영업이익률이 다시 40%대로 회복된 것은 수율 향상으로 인한 동사의 높은 원가경쟁력을 확인한 것으로 판단된다.

코로나에 역량 집중한 후폭풍

렉키로나의 EMA 의 승인권고가 임박했다. 하지만, 코로나 치료제의 개발, 허가, 생산에 집중하면서 동사의 단기 펀더멘탈은 약화되었다. 생산 여력이 부족해, 외부 CMO 물량을 늘렸고, 그룹의 역량이 이 부분에 집중되면서 본업인 바이오시밀러 사업의 성장모멘텀이 상대적으로 낮아졌다. 물론 코로나 치료제를 개발 승인 받은 소수의 글로벌 업체로 위상이 높아진 것은 중장기적으로 보면 큰 자산을 얻은 것이다. 다시 본업에 집중하면 과거의 성장세를 충분히 회복할 것으로 판단한다.

램시마 SC 의 붐업을 기다리며

램시마의 유럽과 미국 점유율이 각각 53%, 21%로 강세를 이어가고 있고, 트룩시마도 유럽 40%, 미국 24%로 성장세가 이어지고 있다. 동사 펀더멘탈의 회복은 예상대비 부진했던 램시마 SC 의 판매가 언제쯤 활성화되느냐에 달려있다. 유럽시장에서 확산세가 확인되면, 2023 년 이후 미국시장 진입으로 가장 매력적인 성장동력으로 자리잡을 것이다. 램시마의 미국 점유율이 최근 급상승하고 있는 것은 SC 의 잠재 수요자들이 증가하는 것이어서 긍정적이다. 동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 40 만원에서 30 만원으로 하향한다. 램시마 SC 에 대한 눈 높이를 낮춘 것을 반영했기 때문이다.

발행주식수	137,917천주
52주 최고가	403,500원
최저가	193,500원
52주 일간 Beta	1.07
90일 일평균거래대금	1,756억원
외국인 지분율	20.7%
배당수익률(2021F)	-

주주구성	
셀트리온홀딩스 외 70인	22.8%
Lon Investments B.V.	7.5%
국민연금공단	7.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4.5	-22.2	-21.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	300,000	400,000	-
영업이익(21)	737.1	874.2	▼
영업이익(22)	890.1	1,005.6	▼

(단위: 십억원, (%,%p)	3Q21P					4Q21F			2020	2021F		2022F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	401.0	568.8	-29.5	463.2	-13.4	550.6	37.3	10.4	1,849.1	1,840.3	-0.5	2,293.4	24.6
영업이익	164.0	237.1	-30.8	194.5	-15.7	202.2	23.3	22.7	712.1	737.0	3.5	890.1	20.8
세전이익	187.6	227.1	-17.4	199.4	-5.9	190.2	1.3	88.9	650.7	791.9	21.7	894.6	13.0
순이익	140.4	174.9	-19.7	164.2	-14.5	146.4	4.3	47.1	519.2	613.6	18.2	688.8	12.3
영업이익률	40.9	41.7	-0.8	42.0	-1.1	36.7	-4.2	3.7	38.5	40.0	1.5	38.8	-1.2
순이익률	35.0	30.7	4.3	35.4	-0.4	26.6	-8.4	6.6	28.1	33.3	5.3	30.0	-3.3
EPS(원)	4,001	4,982	-19.7	3,496	14.4	4,171	4.3	46.9	3,723	4,370	17.4	4,906	12.3
BPS(원)	27,534	27,779	-0.9	26,240	4.9	28,577	3.8	18.0	24,226	28,577	18.0	33,482	17.2
ROE(%)	14.5	17.9	-3.4	13.3	1.2	14.6	0.1	2.9	16.7	16.6	-0.1	15.8	-0.7
PER(X)	53.5	43.0	-	61.2	-	51.3	-	-	96.4	49.0	-	43.6	-
PBR(X)	7.8	7.7	-	8.2	-	7.5	-	-	14.8	7.5	-	6.4	-

자료: 셀트리온, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 분기 실적 추정

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21P	4Q21F	2020A	2021F
매출액	**372.8**	**428.8**	**548.8**	**498.7**	**457.0**	**431.8**	**401.0**	**550.6**	**1,849.1**	**1,840.3**
%YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	22.6%	0.7%	-26.9%	10.4%	63.9%	-0.5%
바이오의약품	**328.5**	**379.8**	**487.8**	**428.9**	**383.9**	**332.5**	**320.8**	**430.6**	**1,624.9**	**1,467.7**
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	4.6	99.3	116.3	103.2	337.7	323.3
허쥬마	29.8	38.6	5.5	5.0	73.1	4.3	8.0	22.3	78.9	107.7
트룩시마	85.8	120.1	22.0	94.8	86.8	138.2	124.3	105.1	322.5	454.4
램시마 SC	108.1	90.0	192.1	124.7	-	-	-	-	514.9	0.0
유플라이마				19.9	118.8	-	-	50.0	19.9	168.8
렉키로나/기타	33.9	45.3	142.0	129.7	100.5	90.7	72.2	150.0	351.0	413.4
케미칼의약품	44.4	49.0	61.0	69.8	73.1	99.3	80.2	120.0	224.2	372.6
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	159.9	192.4	153.1	245.9	827.9	751.3
매출원가율	50.3%	44.1%	41.7%	44.6%	35.0%	44.6%	38.2%	44.7%	44.8%	40.8%
판관비	**65.1**	**57.9**	**74.5**	**111.6**	**89.4**	**76.2**	**83.9**	**102.5**	**309.1**	**352.0**
판관비율	17.5%	13.5%	13.6%	22.4%	19.6%	17.6%	20.9%	18.6%	16.7%	19.1%
영업이익	**120.2**	**181.8**	**245.3**	**164.7**	**207.7**	**163.2**	**164.0**	**202.2**	**712.1**	**737.0**
영업이익률	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	45.4%	37.8%	40.9%	36.7%	38.5%	40.0%
%YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	72.7%	-10.2%	-33.1%	22.7%	88.4%	3.5%
영업외손익	18.2	-1.3	-14.3	-64.1	50.8	-7.6	23.7	-12.0	-61.4	54.9
세전이익	138.4	180.6	231.0	100.7	258.4	155.6	187.6	190.2	650.7	791.9
법인세	33.1	42.0	55.2	1.2	61.2	26.1	47.2	43.7	131.4	178.2
법인세율	23.9%	23.2%	23.9%	1.2%	23.7%	16.8%	25.2%	23.0%	20.2%	22.5%
당기순이익	**105.3**	**138.6**	**175.8**	**99.5**	**197.2**	**129.5**	**140.4**	**146.4**	**519.2**	**613.6**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정(수정 후)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,128.5**	**1,849.1**	**1,840.3**	**2,293.4**	**2,960.8**
%YoY	14.9%	63.9%	-0.5%	24.6%	29.1%
바이오의약품	**984.5**	**1,624.9**	**1,467.7**	**1,808.4**	**2,350.8**
램시마	68.9	337.7	323.3	351.3	370.7
허쥬마	91.3	78.9	107.7	135.6	161.4
트룩시마	339.6	322.5	454.4	533.5	596.7
램시마 SC	303.7	514.9	0.0	121.0	354.0
유플라이마		19.9	168.8	162.0	245.0
CT-P16				85.0	143.0
CT-P43					130.0
CT-P39					
기타	180.9	351.0	413.4	420.0	350.0
케미칼의약품	144.0	224.2	372.6	485.0	610.0
매출원가	498.4	827.9	751.3	980.9	1354.8
매출원가율	44.2%	44.8%	40.8%	42.8%	45.8%
판관비	**252.0**	**309.1**	**352.0**	**422.4**	**498.4**
판관비율	22.3%	16.7%	19.1%	18.4%	16.8%
영업이익	**378.1**	**712.1**	**737.0**	**890.1**	**1,107.6**
영업이익률	33.5%	38.5%	40.0%	38.8%	37.4%
%YoY	11.6%	88.4%	3.5%	20.8%	24.4%
영업외손익	0.5	-61.4	54.9	4.5	5.5
세전이익	378.6	650.7	791.9	894.6	1,113.1
법인세	80.6	131.4	178.2	205.7	256.0
법인세율	21.3%	20.2%	22.5%	23.0%	23.0%
당기순이익	**298.0**	**519.2**	**613.6**	**688.8**	**857.1**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 3. 연간 실적 추정(수정전)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,128.5**	**1,849.1**	**2,093.1**	**2,521.4**	**3,547.8**
%YoY	14.9%	63.9%	13.2%	20.5%	40.7%
바이오의약품	**984.5**	**1,624.9**	**1,690.7**	**2,036.4**	**2,937.8**
램시마	68.9	337.7	316.9	351.3	370.7
허쥬마	91.3	78.9	120.5	135.6	161.4
트룩시마	339.6	322.5	435.2	533.5	596.7
램시마 SC	303.7	514.9	155.0	301.0	834.0
유플라이마		19.9	211.8	210.0	352.0
CT-P16				85.0	143.0
CT-P43					130.0
CT-P39					
기타	180.9	351.0	451.2	420.0	350.0
케미칼의약품	144.0	224.2	402.4	485.0	610.0
매출원가	498.4	827.9	852.5	1,076.0	1,604.3
매출원가율	44.2%	44.8%	40.7%	42.7%	45.2%
판관비	**252.0**	**309.1**	**366.5**	**439.8**	**518.9**
판관비율	22.3%	16.7%	17.5%	17.4%	14.6%
영업이익	**378.1**	**712.1**	**874.2**	**1,005.6**	**1,424.6**
영업이익률	33.5%	38.5%	41.8%	39.9%	40.2%
%YoY	11.6%	88.4%	22.8%	15.0%	41.7%
영업외손익	0.5	-61.4	21.2	4.5	5.5
세전이익	378.6	650.7	895.4	1,010.1	1,430.1
법인세	80.6	131.4	198.0	232.3	328.9
법인세율	21.3%	20.2%	22.1%	23.0%	23.0%
당기순이익	**298.0**	**519.2**	**697.4**	**777.8**	**1,101.2**

자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 4. **바이오시밀러 개발 현황**

	제품명	오리지널 의약품	개발현황	
			US	EU
자가면역질환	Remsima Infliximab	REMICADE	허가 획득 (2016.4월)	허가 획득 (2013.8월)
	Remsima SC	-	임상 3상 (2019.07월~)	허가 획득 (2019.11월)
	Yuflyma adalimumab	HUMIRA	허가 신청 (2020.11월)	허가 획득 (2021.2월)
	CT-P43	STELARA	임상 3상 (2020.9월~)	
항암제	Truxima Rituximab	RUTUXAN	허가 획득 (2018.11월)	허가 획득 (2017.2월)
	Herzuma Trastuzumab	HERCEPTIN	허가 획득 (2018.12월)	허가 획득 (2018.2월)
	CT-P16	AVASTIN	허가 신청 (2021.10월)	허가 신청 (2021.10월)
기타 적응증	CT-P42 (황반변성)	EYLEA	임상 3상 (2020.11월~)	
	CT-P39 (천식, 두드러기)	XOLAIR	임상 3상 (2020.07월~)	
	CT-P41 (골다공증)	PROLIA	임상 3상 (2021.1월~)	

자료 : 셀트리온

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**3,893.7**	**5,047.7**	**5,819.8**	**6,619.7**	**7,539.1**
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,122.2	3,749.8	4,484.0
현금성자산	627.8	698.3	1,033.2	1,085.8	1,812.9
매출채권	825.8	1,315.5	1,581.0	2,015.0	1,921.1
재고자산	308.9	385.6	475.0	613.0	712.0
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,697.6	2,869.9	3,055.1
투자자산	142.7	153.2	159.4	165.8	172.6
유형자산	923.6	946.3	960.1	990.5	1,044.8
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**	**4,054.1**	**4,729.5**	**5,569.8**
지배지분	2,794.2	3,335.3	3,934.2	4,609.6	5,449.9
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	3,101.0	3,776.3	4,616.7
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**	**4,054.1**	**4,729.5**	**5,569.8**
총차입금	499.3	798.7	878.7	928.7	978.7
순차입금	(128.5)	100.4	(154.5)	(157.1)	(834.2)

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,128.5**	**1,849.1**	**1,840.3**	**2,293.4**	**2,960.8**
증가율(%)	14.9	63.9	(0.5)	24.6	29.1
매출원가	498.4	827.9	751.3	980.9	1,354.8
매출총이익	**630.0**	**1,021.2**	**1,089.0**	**1,312.4**	**1,606.0**
판매 및 일반관리비	252.0	309.1	352.0	422.4	498.4
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**378.1**	**712.1**	**737.0**	**890.1**	**1,107.6**
증가율(%)	11.6	88.4	3.5	20.8	24.4
EBITDA	**537.3**	**891.5**	**929.2**	**1,096.0**	**1,327.5**
증가율(%)	15.4	65.9	4.2	18.0	21.1
영업외손익	**0.5**	**(61.4)**	**54.9**	**4.5**	**5.5**
이자수익	12.1	6.0	5.4	7.8	9.9
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)	47.3	(5.0)	(5.6)
세전순이익	**378.6**	**650.7**	**791.9**	**894.6**	**1,113.1**
증가율(%)	19.1	71.9	21.7	13.0	24.4
법인세비용	80.6	131.4	178.2	205.7	256.0
당기순이익	**298.0**	**519.2**	**613.6**	**688.8**	**857.1**
증가율(%)	17.5	74.3	18.2	12.3	24.4
지배주주지분	297.6	511.3	601.7	675.4	840.3
증가율(%)	13.6	71.8	17.7	12.3	24.4
비지배지분	0.4	7.9	12.0	13.4	16.7
EPS(원)	**2,177**	**3,723**	**4,370**	**4,906**	**6,104**
증가율(%)	13.1	71.0	17.4	12.3	24.4
수정EPS(원)	2,177	3,723	4,370	4,906	6,104
증가율(%)	13.1	71.0	17.4	12.3	24.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**474.0**	**350.7**	**608.7**	**372.1**	**1,073.5**
당기순이익	298.0	519.2	613.6	688.8	857.1
자산상각비	159.2	179.4	192.2	205.9	219.9
기타비현금성손익	(6.3)	4.2	80.8	(8.7)	(11.5)
운전자본증감	(22.7)	(506.3)	(277.9)	(513.9)	8.0
매출채권감소(증가)	(7.5)	(536.8)	(265.5)	(434.0)	93.9
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)**	**(351.7)**	**(370.1)**	**(397.1)**
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)	(73.6)	(91.7)	(118.4)
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**	**334.4**	**52.0**	**726.4**
기초현금	410.5	546.1	684.3	1,018.6	1,070.6
기말현금	546.1	684.3	1,018.6	1,070.6	1,797.1
Gross Cash flow	562.8	921.5	886.6	886.0	1,065.5
Gross Investment	320.7	1,033.3	629.0	883.4	388.4
Free Cash Flow	**242.1**	**(111.8)**	**257.6**	**2.6**	**677.1**

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,177	3,723	4,370	4,906	6,104
BPS	20,371	24,226	28,577	33,482	39,586
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	81.6	96.4	49.0	43.6	35.1
PBR	8.7	14.8	7.5	6.4	5.4
EV/EBITDA	45.1	55.6	31.5	26.7	21.6
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	43.2	53.5	33.2	33.3	27.7
수익성(%)					
영업이익율	33.5	38.5	40.0	38.8	37.4
EBITDA이익율	47.6	48.2	50.5	47.8	44.8
순이익율	26.4	28.1	33.3	30.0	28.9
ROE	11.2	16.7	16.6	15.8	16.7
ROIC	11.3	18.3	15.6	16.5	18.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(4.4)	2.9	(3.8)	(3.3)	(15.0)
유동비율	272.0	238.3	263.0	293.4	341.4
이자보상배율	34.9	94.9	113.9	125.7	148.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	1.3	1.7	1.3	1.3	1.5
재고자산회전율	4.8	5.3	4.3	4.2	4.5
매입채무회전율	12.5	13.9	9.6	8.8	10.0

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%

(2021.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
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	-30.8	-7.3
2021-02-23	Buy	400,000	1년	-32.5	-17.4
2021-05-13	Buy	400,000	1년	-35.3	-26.4
2021-08-17	Buy	400,000	1년	-38.2	-26.4
2021-11-11	Buy	300,000	1년		

셀트리온(068270.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

