

2021. 2. 23



▲ 제약/바이오

Analyst **김지하**  
02. 6454-4868  
jiha.kim@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **360,000 원**

현재주가 (2.22) **309,500 원**

상승여력 **16.3%**

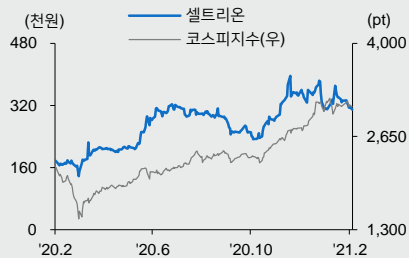
KOSPI	3,079.75pt
시가총액	417,911억원
발행주식수	13,770만주
유동주식비율	75.76%
외국인비중	21.25%
52주 최고/최저가	396,240원/137,481원
평균거래대금	7,489.9억원

주요주주(%)

셀트리온홀딩스 외 68 인	22.79
국민연금공단	7.91
Ion Investments B.V. 외 1 인	7.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	4.7	78.1
상대주가	1.8	-21.6	25.0

주가그래프



# 셀트리온 068270

## 일회성 요인으로 컨센 하회

- ✓ 4Q20 Review: 영업이익 1,648억원 기록하며 컨센서스 -27% 하회
- ✓ 렉키로나 개발비 반영과 트룩시마 수율 개선 과정 중 일시적 원가율 상승이 원인
- ✓ 2021E Preview: 유럽 램시마SC 출시 지역 확대와 유플라이마 출시 효과 기대
- ✓ 상반기 렉키로나 유럽 및 미국 긴급사용승인 허가 신청 모멘텀 존재
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 360,000원으로 -2.7% 하향 조정

### 4Q20 Review: 연구개발비 반영 및 원가율 상승으로 컨센서스 하회

4Q20 매출액은 4,987억원(+30.3%, 이하 YoY), 영업이익 1,648억원(+44.3%)을 기록하며 컨센서스(매출액 5,234억원, 영업이익 2,453억원)를 하회하였다. 작년 12월 미국 유통사 프라임스케어와 2,400억원 규모의 코로나19 진단키트 '디아트러스트' 공급 계약을 맺었으나, 현재까지 공급된 물량이 없어 매출 공백이 생긴 탓이다.

진단키트 매출 공백을 제외하고서도 영업이익이 부진했던(컨센서스 -27.1%) 이유는 크게 2가지이다. 1) 코로나19 항체치료제 렉키로나의 개발비 약 350억원의 반영과 2) 트룩시마 수율 개선 작업 과정 중 일시적으로 원가율이 상승했기 때문이다. 이에 4Q20 영업이익률은 전 분기 대비 -11.7%p 하락한 33.0%를 기록했다. 4분기 실적 부진으로 '20년 연간 영업이익률 역시 38.5%를 기록하며 30%대에 머물렀다.

### 2021E Preview: 램시마SC와 유플라이마 성장 기대

2021년 연간 매출액은 2조 1,866억원(+18.3%), 영업이익은 9,698억원(+36.2%)을 기록할 전망이다. 유럽 출시 지역을 확장 중인 램시마SC와 올해 유럽 첫 출시가 예정된 유플라이마(휴미라 고농도 바이오시밀러)의 매출 성장이 기대된다. 출시 2년 차에 미국 점유율 24%를 차지한 트룩시마 역시 안정적인 흐름을 보일 전망이다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 360,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 360,000원으로 -2.7% 하향 조정한다. 1공장 렉키로나 생산으로 소폭의 원가율 상승이 예상되기 때문이다. 상반기 렉키로나의 유럽 및 미국 허가 신청 모멘텀과 올해 유플라이마 유럽 출시 모멘텀이 존재해 매수 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	982.1	338.7	261.8	1,914	-34.5	18,430	109.0	11.3	60.2	10.8	34.5
2019	1,128.5	378.1	297.6	2,168	17.1	20,341	82.0	8.7	43.2	11.2	33.9
2020E	1,849.1	712.1	517.3	3,761	73.8	24,164	95.5	14.9	53.9	16.9	39.8
2021E	2,186.6	969.8	754.6	5,480	45.7	29,638	56.5	10.4	35.3	20.4	36.5
2022E	2,291.7	1,009.8	786.5	5,711	4.2	35,349	54.2	8.8	33.3	17.6	31.3

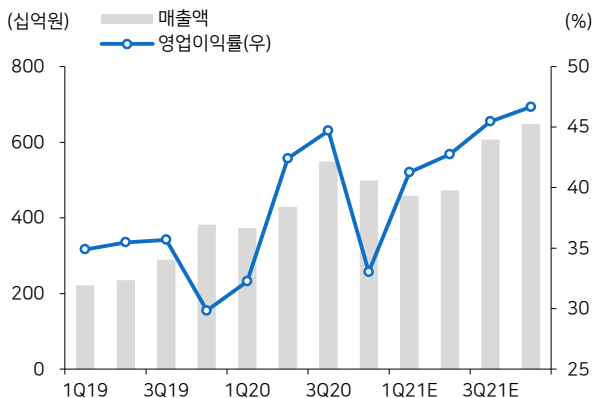
(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	498.7	382.7	30.3	548.8	(9.1)	523.4	(4.7)	596.3	(16.4)
영업이익	164.7	114.2	44.3	245.3	(32.8)	225.9	(27.1)	260.5	(36.7)
세전이익	100.7	104.7	(3.8)	230.9	(56.4)	220.7	(54.4)	263.5	(61.8)
순이익	99.5	95.1	4.7	175.8	(43.4)	170.6	(41.7)	202.2	(50.8)
영업이익률(%)	33.0	29.8		44.7					
순이익률(%)	20.0	24.8		32.0					

자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>372.8</b>	<b>428.8</b>	<b>548.8</b>	<b>498.7</b>	<b>458.8</b>	<b>473.0</b>	<b>606.9</b>	<b>647.9</b>	<b>1,849.1</b>	<b>2,186.6</b>	<b>2,291.7</b>
(% YoY)	68.2	82.5	89.9	30.3	23.0	10.3	10.6	29.9	63.9	18.3	4.8
바이오의약품	345.7	404.3	487.4	428.9	382.7	396.9	493.1	522.8	1,666.2	1,795.6	1,885.1
Remsima	70.8	85.8	126.2	54.9	87.7	80.7	94.7	87.7	337.7	350.9	334.0
Remsima SC	108.1	90.0	208.5	124.7	62.5	73.4	81.2	95.3	531.4	312.4	287.2
Truxima	85.8	120.1	22.0	94.8	74.9	89.9	97.3	112.3	322.5	374.4	417.6
Herzuma	29.8	38.6	22.0	5.0	29.8	37.3	40.3	41.8	95.4	149.2	186.1
Yuflyma	0.0	0.0	0.0	19.9	62.9	52.5	52.5	42.0	19.9	209.8	141.3
Others	51.1	69.8	64.8	69.8	55.3	63.2	71.1	73.7	255.6	263.3	271.2
제약/케미컬	44.4	46.4	49.4	69.8	99.3	104.5	100.8	103.3	210.0	407.9	425.6
CMO	0.0	0.0	43.9	59.8	9.6	0.0	56.0	70.0	103.7	135.6	247.8
<b>영업이익</b>	<b>120.2</b>	<b>181.8</b>	<b>245.3</b>	<b>164.8</b>	<b>189.3</b>	<b>202.2</b>	<b>275.9</b>	<b>302.3</b>	<b>712.1</b>	<b>969.8</b>	<b>1,009.8</b>
(% YoY)	55.4	118.1	137.8	44.3	57.4	11.2	12.5	83.5	88.4	36.2	4.1
영업이익률	32.2	42.4	44.7	33.0	41.3	42.7	45.5	46.7	38.5	44.3	44.1
<b>당기순이익</b>	<b>105.3</b>	<b>138.6</b>	<b>175.8</b>	<b>99.5</b>	<b>148.5</b>	<b>158.2</b>	<b>215.2</b>	<b>235.3</b>	<b>519.2</b>	<b>757.4</b>	<b>789.4</b>
(% YoY)	67.1	77.0	185.4	4.7	41.1	14.2	22.4	136.5	74.3	45.9	4.2
순이익률	28.2	32.3	32.0	20.0	32.4	33.5	35.5	36.3	28.1	34.6	34.4

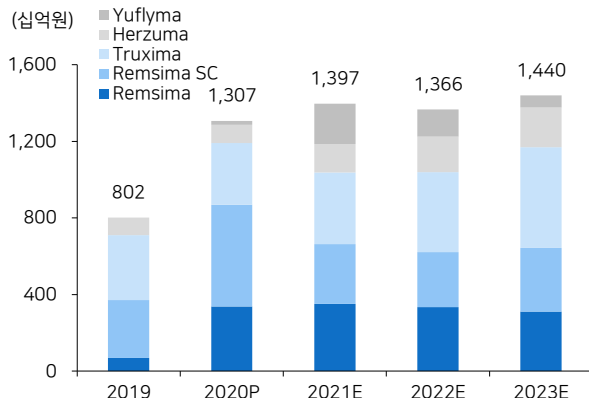
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림1 셀트리온 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림2 셀트리온 제품별 연간 매출액 추이



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

**표3 셀트리온 CT-P59 그룹별 임상적 회복 기간**

그룹	40mg/kg	80mg/kg	Drug Total	Placebo
환자수	101	103	204	103
14일 회복환자수	73/95	72/92	145/187	62/98
14일 회복환자비율	76.8%	78.3%	77.5%	63.3%
p-value	<b>0.0097</b>	0.0392	0.0084	
회복기간 단축	<b>5.4일</b>	6.2일	5.7일	8.8일

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

**표4 셀트리온 CT-P59 그룹별 중증환자 발생기간 및 발생률**

그룹	40mg/kg	80mg/kg	Drug Total	Placebo
28일 중증환자발생수	4/101	5/103	9/204	9/103
28일 중증환자발생률	4.0%	4.9%	4.4%	8.7%
p-value	0.2513	1.4073	0.1962	
발생률 감소	<b>-54%</b>			
28일 중증환자발생수 (50세이상, 폐렴동반)	3/40	4/40	7/80	9/38
28일 중증환자발생률	7.5%	10.0%	8.8%	23.7%
p-value	0.0626	0.1343	<b>0.0418</b>	
발생률 감소	<b>-68%</b>		<b>-63%</b>	

주1: 전체 투약군(50세 이상, 폐렴동반) 발생률 감소치는 계산한 값

주2: 중증환자는 입원 또는 산소요법 필요 또는 사망한 환자

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

**표5 셀트리온 주요 파이프라인 현황**

제품명	오리지널 의약품	성분명	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	미국	유럽
Remsima SC	-	Infliximab	셀트리온	자가면역질환	46.8	임상 3상	출시
CT-P17	HUMIRA	Adalimumab	Abbvie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	허가('21.2월)
CT-P16	AVASTIN	Bevacizumab	Roche	대장암 등	6.4	임상 3상	임상 3상
CT-P39	XOLAIR	Omalizumab	Genentech	알러지성 천식/두드러기	3.1	임상 3상	임상 3상
CT-P43	STELARA	Ustekinumab	Janssen	자가면역질환	8.7	임상 3상	임상 3상
CT-P41	PROLIA	Denosumab	Amgen	골다공증	4.7	임상 3상	임상 3상
CT-P42	EYLEA	Aflibercept	Regeneron	황반변성	8.2	임상 3상	임상 3상

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

## 셀트리온 (068270)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>982.1</b>	<b>1,128.5</b>	<b>1,849.1</b>	<b>2,186.6</b>	<b>2,291.7</b>
매출액증가율 (%)	3.5	14.9	63.9	18.3	4.8
매출원가	432.9	498.4	827.9	932.9	990.6
매출총이익	549.2	630.0	1,021.2	1,253.7	1,301.1
판매관리비	210.5	252.0	309.1	284.0	291.3
<b>영업이익</b>	<b>338.7</b>	<b>378.1</b>	<b>712.1</b>	<b>969.8</b>	<b>1,009.8</b>
영업이익률	34.5	33.5	38.5	44.3	44.1
금융손익	3.5	3.4	3.5	2.6	2.9
중속/관계기업손익	-0.5	-0.5	6.4	12.5	12.5
기타영업외손익	-24.0	-2.4	13.4	-1.3	0.0
세전계속사업이익	317.7	378.6	735.4	983.6	1,025.2
법인세비용	64.2	80.6	131.5	226.2	235.8
<b>당기순이익</b>	<b>253.6</b>	<b>298.0</b>	<b>519.2</b>	<b>757.4</b>	<b>789.4</b>
지배주주지분 손이익	261.8	297.6	517.3	754.6	786.5

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,664.5</b>	<b>1,787.3</b>	<b>2,625.1</b>	<b>3,474.9</b>	<b>4,278.6</b>
현금및현금성자산	410.6	546.1	1,059.2	1,547.3	2,315.8
매출채권	807.7	814.4	1,108.2	1,364.0	1,369.8
재고자산	163.1	308.9	376.4	475.5	503.1
<b>비유동자산</b>	<b>1,876.2</b>	<b>2,106.4</b>	<b>2,183.5</b>	<b>2,257.5</b>	<b>2,267.7</b>
유형자산	881.4	923.6	923.8	896.6	868.0
무형자산	922.3	1,040.0	1,094.0	1,180.3	1,214.8
투자자산	47.0	65.5	72.3	87.2	91.6
<b>자산총계</b>	<b>3,540.6</b>	<b>3,893.7</b>	<b>4,808.6</b>	<b>5,732.4</b>	<b>6,546.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>678.1</b>	<b>657.2</b>	<b>899.6</b>	<b>1,044.1</b>	<b>1,086.6</b>
매입채무	20.7	42.7	49.1	63.8	68.2
단기차입금	258.5	298.0	303.4	303.4	303.4
유동성장기부채	155.0	52.0	113.3	113.3	113.3
<b>비유동부채</b>	<b>229.8</b>	<b>329.5</b>	<b>468.2</b>	<b>490.1</b>	<b>472.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	103.1	139.5	140.0	65.0	18.5
<b>부채총계</b>	<b>907.9</b>	<b>986.7</b>	<b>1,367.8</b>	<b>1,534.3</b>	<b>1,558.8</b>
자본금	125.5	128.3	134.9	134.9	134.9
자본잉여금	776.6	802.2	823.1	823.1	823.1
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	7.1	7.1	7.1
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,507.8	3,262.4	4,048.9
비지배주주지분	108.8	112.8	114.1	116.9	119.8
<b>자본총계</b>	<b>2,632.8</b>	<b>2,907.0</b>	<b>3,440.8</b>	<b>4,198.1</b>	<b>4,987.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>382.1</b>	<b>474.0</b>	<b>590.9</b>	<b>831.3</b>	<b>1,019.7</b>
당기순이익(손실)	253.6	298.0	519.2	757.4	789.4
유형자산상각비	41.1	48.4	58.2	61.0	62.4
무형자산상각비	85.7	110.9	120.6	126.4	130.2
운전자본의 증감	-11.4	-22.7	-143.4	-113.4	37.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-193.1</b>	<b>-251.4</b>	<b>-136.9</b>	<b>-268.1</b>	<b>-204.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-79.4	-94.3	-63.0	-33.8	-33.8
투자자산의감소(증가)	-14.3	-19.0	-6.7	-14.9	-4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-198.1</b>	<b>-85.9</b>	<b>56.0</b>	<b>-75.1</b>	<b>-46.4</b>
차입금의 증감	-124.3	-17.3	61.1	-75.1	-46.4
자본의 증가	21.8	28.5	27.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.7	135.6	513.0	488.2	768.4
기초현금	419.2	410.6	546.1	1,059.2	1,547.3
기말현금	410.6	546.1	1,059.2	1,547.3	2,315.8

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,179	8,223	13,442	15,880	16,642
EPS(지배주주)	1,914	2,168	3,761	5,480	5,711
CFPS	3,435	4,101	6,039	8,503	8,844
EBITDAPS	3,403	3,915	6,476	8,403	8,733
BPS	18,430	20,341	24,164	29,638	35,349
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	109.0	82.0	95.5	56.5	54.2
PCR	60.8	43.3	59.4	36.4	35.0
PSR	29.1	21.6	26.7	19.5	18.6
PBR	11.3	8.7	14.9	10.4	8.8
EBITDA	465.5	537.3	890.9	1,157.1	1,202.5
EV/EBITDA	60.2	43.2	53.9	35.3	33.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.8	11.2	16.9	20.4	17.6
EBITDA 이익률	47.4	47.6	48.2	52.9	52.5
부채비율	34.5	33.9	39.8	36.5	31.3
금융비용부담률	1.4	1.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.8	34.9			
매출채권회전율(x)	1.2	1.4	1.9	1.8	1.7
재고자산회전율(x)	5.4	4.8	5.4	5.1	4.7

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**셀트리온 (068270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

