

셀트리온 (068270)

제약/바이오

서미화



Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (M)
현재주가 (2/22)	309,500원
상승여력	20%

시가총액	417,911억원
총발행주식수	137,703,428주
60일 평균 거래대금	7,489억원
60일 평균 거래량	2,143,125주
52주 고	396,240원
52주 저	137,481원
외인지분율	21.36%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 68인 22.79%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.2)	6.3	78.1
상대	1.8	(11.9)	25.0
절대(달러환산)	(0.8)	6.7	93.9

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,987	30.3	-9.1	5,234	-4.7
영업이익	1,648	44.3	-32.8	2,259	-27.1
세전계속사업이익	1,007	-3.8	-56.4	2,007	-49.8
지배순이익	986	3.8	-42.2	1,706	-42.2
영업이익률 (%)	33.0	+3.2 %pt	-11.7 %pt	43.2	-10.2 %pt
지배순이익률 (%)	19.8	-5.0 %pt	-11.3 %pt	32.6	-12.8 %pt

자료: 유안타증권

4Q20 Review: 제품 포트폴리오 강화

매출액 4,987억원(YoY +30.3%), 영업이익 1,647억원(YoY +44.3%)

연결기준, 4분기 매출액 4,987억원(YoY +30.3%), 영업이익 1,647억원(YoY +44.3%)을 시현하였다. 렉키로나주(코로나 치료제) 신속공급을 위해 10만명분이 생산되면서 바이오시밀러 매출이 일부 감소하였음에도 불구하고 전년 대비 30.3% 증가한 매출을 시현하였다. 영업이익은 컨센서스 대비 27.1% 하회하였는데 렉키로나주 임상 개발비용이 반영된 영향이다. 유럽 및 미국 시장에 출시된 제품은 시장 점유율을 유지하고 있으며, 휴미라 바이오시밀러(유플라이마)는 21년 2월 유럽 허가를 획득하여 런칭을 위한 매출이 발생하였다.

유럽시장에서 점유율 (3Q20 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 53%, 트룩시마 38%, 허주마 16%)을 유지하고 있으며, 4분기 매출비중은 램시마IV 11%, 램시마SC(레미케이드 바이오시밀러) 피하주사형, 자가면역질환치료제) 25%, 트룩시마(리톡산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 19%, 허주마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 1%, 유플라이마(휴미라 바이오시밀러, 자가면역질환치료제) 4%, TEVA 12%, 기타(광역매출, 자회사매출 등) 28%였다. 별도기준으로는 매출액 4,524억원(YoY +31.0%), 영업이익 1,533억원(YoY +42.9%)을 기록하였다.

투자의견 BUY, 목표주가는 37만원 유지

투자의견 BUY, 목표주가는 37만원 유지하였다. 올해 휴미라 바이오시밀러 유플라이마까지 출시되면 바이오시밀러 제품은 5개로 제품 포트폴리오가 더욱 강화된다. 이후 파이프라인 프롤리아, 아일리아, 스텔라라 바이오시밀러 임상 3상을 위한 IND 신청을 마친 상황이다. 기 출시된 바이오시밀러 제품은 원가경쟁력을 위해 수율개선을 진행 중이며 램시마는 수율개선 작업이 완료된 상황이며, 순차적으로 트룩시마, 허주마의 생산 효율화에 따라 원가율이 개선될 수 있을 것으로 보인다. 렉키로나주는 2월 5일 국내 조건부허가를 획득하였으며, 타국가에서의 긴급사용 승인에 대한 논의가 진행 중이다. 1) 램시마SC 및 유플라이마의 매출 확대, 2) 타국가에서의 코로나치료제 출시가 주가의 긍정적 요소가 될 것으로 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	9,821	11,285	18,491	22,541
영업이익	3,387	3,781	7,121	8,911
지배순이익	2,618	2,976	5,123	7,224
PER	133.0	82.3	96.5	59.0
PBR	13.7	8.7	14.7	11.4
EV/EBITDA	74.0	45.0	54.2	39.1
ROE	10.8	11.2	16.7	20.5

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	4Q20P	QoQ	3Q20	YoY	4Q19
매출액	4,987	-9.1%	5,488	30.3%	3,827
영업이익	1,647	-32.8%	2,453	44.3%	1,142
세전이익	1,007	-56.4%	2,310	-3.8%	1,047
당기순이익	995	-43.4%	1,758	4.7%	951

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

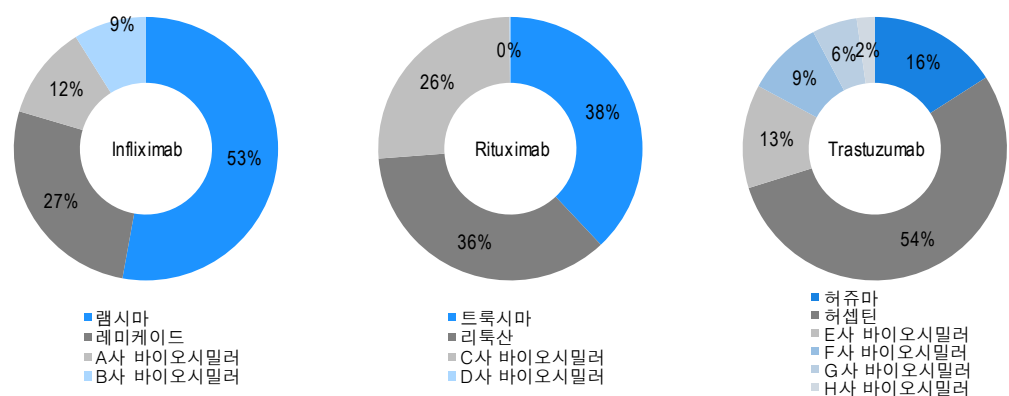
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021F
매출액	2,217	2,350	2,891	3,827	3,728	4,288	5,488	4,987	11,285	18,491	22,541
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	14.9%	63.9%	21.9%
영업이익	774	834	1,031	1,142	1,202	1,818	2,453	1,648	3,781	7,121	8,911
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	11.6%	88.4%	25.1%
영업이익률	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	33.5%	38.5%	39.5%
세전순이익	814	857	1,068	1,047	1,384	1,806	2,310	1,007	3,786	6,507	7,985
YoY	-29.4%	-7.5%	59.6%	144.5%	70.1%	110.7%	116.3%	-3.8%	19.1%	71.9%	22.7%
당기순이익	630	783	616	951	1,053	1,386	1,758	995	2,980	5,192	6,308
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	77.0%	185.4%	4.7%	17.5%	74.3%	21.5%

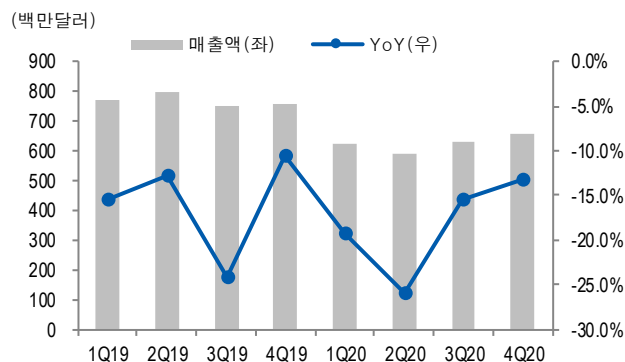
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2020년 1분기)



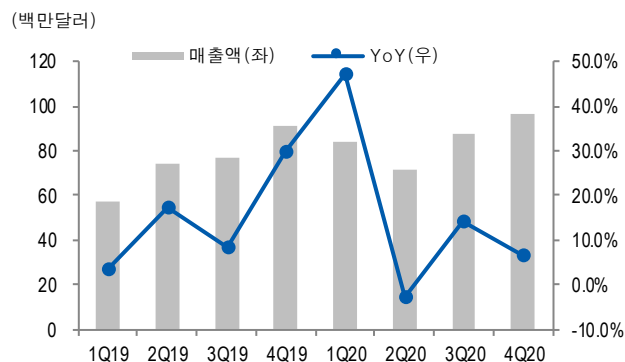
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국 Remicade 매출 추이



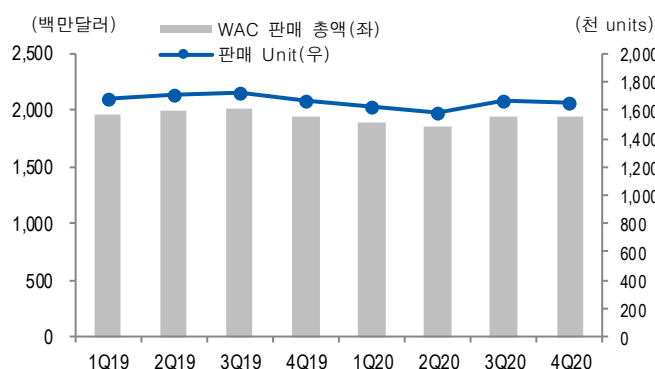
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Inflectra 매출 추이



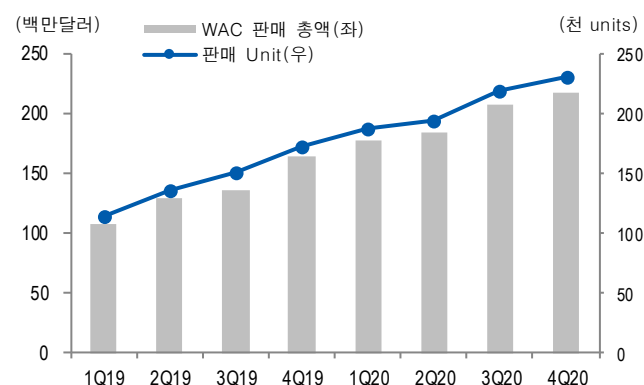
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Remicade 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Inflectra 미국 처방 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 바이오시밀러 개발 현황

허가 및 상업화 완료			2	임상 진행중		
						
제품명	물질명	오리지널 의약품	적응증	US	EU	
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	Infliximab	-	자가면역질환	임상 3상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)	
YUFLYMA (CT-P17)	Adalimumab	HUMIRA (AbbVie)	자가면역질환	허가신청 준비중	유럽 최종판매퍼가 획득 (2021.2월)	
CT-P16	Bevacizumab	AVASTIN (Roche)	대장암 등	글로벌 임상 3상 진행 중 (한자요집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)		
CT-P39	Omalizumab	XOLAIR (Genentech)	알레르기성 천식, 만성 두드러기	글로벌 임상 3상 개시 (2020.07월~)		
CT-P43	Ustekinumab	STELARA (Johnson & Johnson)	자가면역질환	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.09월~)		
CT-P41	Denosumab	PROLIA (Amgen)	골다공증	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.09월~)		
CT-P42	Aflibercept	EYLEA (Regeneron)	황반변성	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2021.01월~)		

자료: 셀트리온

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	9,821	11,285	18,491	22,541	27,016
매출원가	4,329	4,984	8,279	10,206	12,233
매출총이익	5,492	6,300	10,212	12,334	14,783
판매비	2,105	2,520	3,091	3,424	3,647
영업이익	3,387	3,781	7,121	8,911	11,136
EBITDA	4,655	5,373	8,857	10,492	12,518
영업외손익	-210	5	-614	358	465
외환관련손익	13	5	0	0	0
이자손익	-34	12	26	69	176
관계기업관련손익	-5	-5	7	11	11
기타	-183	-7	-647	277	277
법인세비용차감전순이익	3,177	3,786	6,507	9,268	11,601
법인세비용	642	806	1,315	1,946	2,436
계속사업순이익	2,536	2,980	5,192	7,322	9,165
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,536	2,980	5,192	7,322	9,165
지배지분순이익	2,618	2,976	5,123	7,224	9,042
포괄순이익	2,556	2,912	5,314	7,483	9,326
지배지분포괄이익	2,638	2,906	5,245	7,385	9,204

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,821	4,740	6,547	10,305	17,482
당기순이익	2,536	2,980	5,192	7,322	9,165
감가상각비	411	484	565	520	501
외환손익	-3	28	-38	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	5	-7	-11	-11
자산부채의 증감	-114	-227	-1,528	896	6,430
기타현금흐름	986	1,471	2,362	1,578	1,398
투자활동 현금흐름	-1,931	-2,514	-922	-660	-660
투자자산	-130	-279	124	119	119
유형자산 증가 (CAPEX)	-794	-943	-655	-783	-783
유형자산 감소	3	26	0	0	0
기타현금흐름	-1,010	-1,318	-392	5	5
재무활동 현금흐름	-1,981	-859	293	674	647
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-365	0	0
자본	146	186	190	27	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2,127	-1,045	468	647	647
연결범위변동 등 기타	5	-10	-194	-6,746	-3,212
현금의 증감	-87	1,356	5,724	3,573	14,257
기초 현금	4,192	4,105	5,461	11,185	14,758
기말 현금	4,105	5,461	11,185	14,758	29,015
NOPLAT	3,387	3,781	7,121	8,911	11,136
FCF	3,062	3,398	5,235	8,734	15,827

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

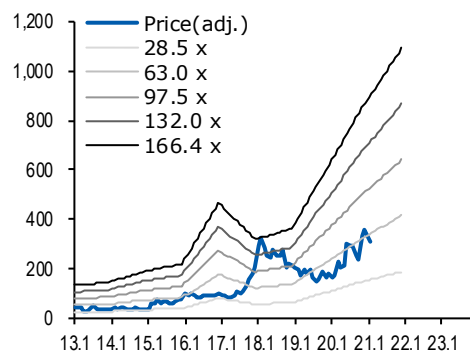
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	16,645	17,873	28,018	35,830	54,041
현금및현금성자산	4,105	5,461	11,185	14,758	29,015
매출채권 및 기타채권	9,318	8,267	11,747	15,000	17,970
재고자산	1,631	3,089	3,965	4,952	5,935
비유동자산	18,761	21,064	21,408	20,502	19,796
유형자산	8,814	9,236	9,238	9,501	9,783
관계기업 등 지분관련자산	280	478	367	260	153
기타투자자산	190	176	272	272	272
자산총계	35,406	38,937	49,426	56,333	73,837
유동부채	6,781	6,572	11,031	14,245	22,708
매입채무 및 기타채무	1,571	2,242	4,929	8,143	16,606
단기차입금	2,585	2,980	3,594	3,594	3,594
유동성장기부채	1,550	520	1,110	1,110	1,110
비유동부채	2,298	3,295	3,731	3,731	3,731
장기차입금	1,031	1,395	720	720	720
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,078	9,867	14,762	17,976	26,438
지배지분	25,240	27,942	33,389	36,965	46,007
자본금	1,255	1,283	1,350	1,377	1,377
자본잉여금	7,766	8,022	8,278	8,278	8,278
이익잉여금	17,018	19,969	25,030	28,418	37,460
비지배지분	1,088	1,128	1,275	1,392	1,392
자본총계	26,328	29,070	34,664	38,357	47,399
순차입금	-158	-1,347	-5,941	-9,514	-23,771
총차입금	5,166	4,932	5,459	5,459	5,459

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,912	2,166	3,721	5,246	6,566
BPS	18,557	20,522	24,468	27,082	33,707
EBITDAPS	3,714	4,190	6,561	7,619	9,091
SPS	7,179	8,223	13,431	16,369	19,619
DPS	0	0	0	0	0
PER	133.0	82.3	96.5	59.0	47.1
PBR	13.7	8.7	14.7	11.4	9.2
EV/EBITDA	74.0	45.0	54.2	39.1	31.6
PSR	35.4	21.7	26.7	18.9	15.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	3.5	14.9	63.9	21.9	19.9
영업이익 증가율 (%)	-33.3	11.6	88.4	25.1	25.0
지배순이익 증가율 (%)	-31.5	13.6	72.2	41.0	25.2
매출총이익률 (%)	55.9	55.8	55.2	54.7	54.7
영업이익률 (%)	34.5	33.5	38.5	39.5	41.2
지배순이익률 (%)	26.7	26.4	27.7	32.0	33.5
EBITDA 마진 (%)	47.4	47.6	47.9	46.5	46.3
ROIC	10.4	10.8	19.4	23.1	31.3
ROA	7.6	8.0	11.6	13.7	13.9
ROE	10.8	11.2	16.7	20.5	21.8
부채비율 (%)	34.5	33.9	42.6	46.9	55.8
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	-4.8	-17.8	-25.7	-51.7
영업이익/금융비용 (배)	23.8	34.9	239.0	207.5	259.3

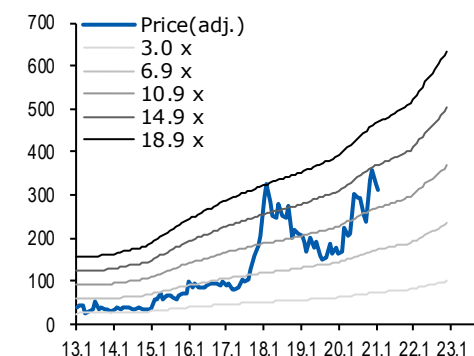
P/E band chart

(천원)



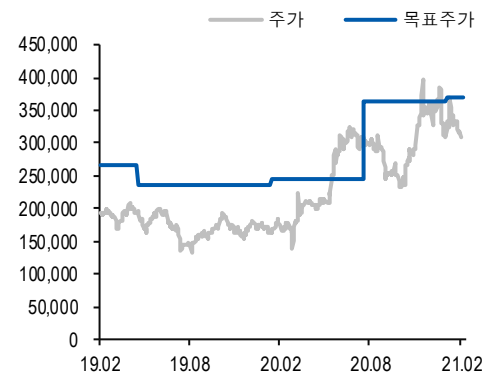
P/B band chart

(천원)



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-23	BUY	370,000	1년		
2020-08-10	BUY	363,343	1년	-15.93	9.05
2020-05-09	1년 경과 이후		1년	17.08	37.78
2019-05-09		234,490	1년	-16.85	37.78
2018-11-12	BUY	267,237	1년	-31.17	-15.34

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.