



BUY(Upgrade)

목표주가: 360,000원
주가(5/12): 262,500원

시가총액: 361,471억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/12)		3,161.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	396,240 원	207,204원
등락률	-33.8%	26.7%
수익률	절대	상대
1M	-15.5%	-16.2%
6M	-8.5%	-28.3%
1Y	26.7%	-23.0%

Company Data

발행주식수	137,703 천주
일평균 거래량(3M)	785천주
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	30,148원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 68 인 22.8%

투자지표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,374.2	2,448.4
영업이익	378.1	712.1	1,004.8	1,038.3
EBITDA	537.3	891.5	1,225.0	1,233.8
세전이익	378.6	650.7	1,037.3	1,024.6
순이익	298.0	519.2	819.5	809.4
지배주주지분순이익	297.6	511.3	812.9	803.0
EPS(원)	2,168	3,717	5,904	5,831
증감률(% YoY)	13.3	71.4	58.8	-1.2
PER(배)	82.0	96.6	44.5	45.0
PBR(배)	8.74	14.82	8.71	7.30
EV/EBITDA(배)	43.2	54.6	29.2	28.2
영업이익률(%)	33.5	38.5	42.3	42.4
ROE(%)	11.2	16.7	21.7	17.6
순차입금비율(%)	-4.6	2.2	-11.1	-30.2

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

램시마SC 없어도 이익률 45% 체질개선



전일(12일) 장 마감 후, 대체로 시장 눈높이에 부합하는 1분기 실적을 발표하였습니다. 고마진의 램시마SC 공급물량이 없었음에도 불구하고, 유프라이마 공급 및 생산 공정 개선으로 인해 원가율 하락하며 수익성이 개선되었습니다. 올해 안정적인 실적 기반으로 중순 렉키로나 3상 탑라인 결과가 예정되어 있어 결과에 따라 투자심리 개선이 기대됩니다.

>>> 유프라이마 공급과 생산 공정 개선으로 수익성 향상

1분기 매출액 4,570억원(YoY +23%), 영업이익 2,077억원(YoY +73%, OPM 45%)으로 매출액은 컨센서스에 -12% 소폭 하회, 영업이익은 +6% 소폭 상회하였다. 제품 중 가장 높은 비중(26%)으로 공급된 것은 고마진의 유프라이마(휴미라 고농도 바이오시밀러)로 지난 2월 유럽 최종 판매 허가 획득에 따른 판매 준비 물량으로 보인다.

원가율이 35%로 전년동기대비 -15%p, 전분기 대비해서도 -10%p 개선된 수치다. 생산 공정 효율 개선에 따라 원가 효율화가 발생하면서, 1분기 고마진의 램시마SC 생산이 없었음에도 불구하고 수익성이 개선되었다. 코로나로 인해 판매비와 일반관리비 또한 감소하며 판관비율이 20%로 전년동기 대비는 2%p 상승, 전분기 대비해서는 -3%p 감소하였다. 영업 외에는 외화평가이익이 발생한 영향이 컸다.

>>> 2분기 실적 우려 적고, 중순 렉키로나 탑라인 발표 예상

2분기 매출액은 5,598억원(YoY +31%) 영업이익은 2,314억원(YoY +27%, OPM 41%)가 예상된다. 2분기에는 기존 바이오시밀러 제품인 램시마와 램시마 SC, 트룩시마 공급 확대가 예상된다.

올해 상반기내에 아바스틴 바이오시밀러의 임상 완료하여 허가 신청 예정이며, 렉키로나 3상 Part1의 탑라인 결과는 오는 6월에 가능할 것으로 예상된다. 결과에 따라 3분기 공식 허가도 가능하다. 렉키로나에 대한 기대치가 낮아져 있기 때문에 긍정적 결과 도출 및 국가간 비축 물량 계약 등이 이뤄진다면 실적과センチ멘탈에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY 상향, 목표주가 36만원 유지

올해 실적 추정치 상향하였으나, 렉키로나가 실적에 반영되면서 렉키로나 신약 가치 등을 제외하면서 목표주가 36만원으로 유지한다. 다만, 올해 공매도 재개 및 코로나 치료제 기대감 하락 등으로 고점 대비 34% 주가 하락하며 목표주가와의 괴리률이 높아졌으며 생산 공정 개선에 따른 수익성 개선이 된 점 등을 감안하며 투자의견을 BUY로 상향한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	457.0	-8%	23%	523.0	-13%	518.9	-12%
영업이익	207.7	26%	73%	206.6	1%	195.7	6%
영업이익률	45%			40%			
세전이익	258.4	157%	87%	160.0	62%		
세전이익률	57%			31%			
지배주주 순이익	193.6	98%	85%	158.8	22%	152.9	27%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 추정 내역 2

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
바이오향약품	337.4	389.2	517.9	426.1	1670.6	354.2	459.8	573.8	570.4	1958.2
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	337.7	4.6	68.6	101.0	96.0	270.1
램시마 SC	108.1	90.0	208.5	124.7	531.4	0.0	60.5	131.2	127.1	318.8
트록시마	85.7	120.1	22.0	94.8	322.5	86.8	102.3	51.3	85.3	325.7
허쥬마	29.8	38.6	22.0	5.0	95.4	73.1	61.2	22.5	14.8	171.6
유폴라이마				19.9	19.9	118.8	43.9	54.9	1.9	219.4
용역 + CMO	42.9	54.7	139.3	126.9	363.8	61.8	74.5	89.4	101.7	327.4
렉키로나						9.1	48.8	123.5	143.6	325.0
케미컬의약품	35.0	40.0	30.8	69.8	175.6	73.1	78.0	93.0	71.9	316.1
기타	0.5	-0.4	0.1	2.7	2.9	29.6	22.0	28.0	20.4	100.0
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	1849.1	457.0	559.8	694.8	662.6	2374.2
YoY	68%	82%	90%	30%	64%	23%	31%	27%	33%	28%
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	827.9	159.9	246.9	290.0	295.4	992.1
원가율	50%	44%	42%	45%	45%	35%	44%	42%	45%	42%
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	1021.2	297.1	312.9	404.9	367.2	1382.1
매출총이익율	50%	56%	58%	55%	55%	65%	56%	58%	55%	58%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	309.1	89.4	81.5	96.1	110.3	377.3
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	712.1	207.7	231.4	308.8	257.0	1004.8
YoY	55%	118%	138%	44%	88%	73%	27%	26%	56%	41%
OPM	32%	42%	45%	33%	39%	45%	41%	44%	39%	42%

주: 품목별 세부 내역은 당사 추정
자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	471,877	'21년 EPS * 평균 PER ('15~'20년)
② 비영업가치	21,205	
관계기업		
- 셀트리온제약	21,205	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	761	
④ 유통 주식 수	136,461	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	492,321	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	360,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,374.2	2,448.4	2,542.9
매출원가	498.4	827.9	992.1	1,023.1	1,062.6
매출총이익	630.0	1,021.2	1,382.1	1,425.3	1,480.3
판관비	252.0	309.1	377.3	386.9	399.6
영업이익	378.1	712.1	1,004.8	1,038.3	1,080.6
EBITDA	537.3	891.5	1,225.0	1,233.8	1,254.1
영업외손익	0.5	-61.4	32.5	-13.7	-2.9
이자수익	12.1	5.7	15.0	27.7	38.5
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	24.6	24.6	24.6
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.6	2.6	2.6	2.6
기타	-0.8	-39.5	30.9	-28.0	-28.0
법인세차감전이익	378.6	650.7	1,037.3	1,024.6	1,077.7
법인세비용	80.6	131.4	217.8	215.2	226.3
계속사업순손익	298.0	519.2	819.5	809.4	851.4
당기순이익	298.0	519.2	819.5	809.4	851.4
지배주주순이익	297.6	511.3	812.9	803.0	844.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.9	63.9	28.4	3.1	3.9
영업이익 증감율	11.6	88.3	41.1	3.3	4.1
EBITDA 증감율	15.4	65.9	37.4	0.7	1.6
지배주주순이익 증감율	13.7	71.8	59.0	-1.2	5.2
EPS 증감율	13.3	71.4	58.8	-1.2	5.2
매출총이익율(%)	55.8	55.2	58.2	58.2	58.2
영업이익율(%)	33.5	38.5	42.3	42.4	42.5
EBITDA Margin(%)	47.6	48.2	51.6	50.4	49.3
지배주주순이익율(%)	26.4	27.7	34.2	32.8	33.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	611.0	1,124.9	1,257.1
당기순이익	298.0	519.2	819.5	809.4	851.4
비현금항목의 가감	264.9	402.3	494.7	454.5	432.8
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	277.0	261.7	262.0
영업활동자산부채증감	-22.7	-506.3	-492.8	55.9	168.2
매출채권및기타채권의감소	-7.5	-536.8	-536.2	-106.8	-75.6
재고자산의감소	-174.3	-128.8	-89.3	-14.8	-18.9
매입채무및기타채무의증가	22.1	-7.8	133.9	183.5	268.9
기타	137.0	167.1	-1.2	-6.0	-6.2
기타현금흐름	-66.2	-64.5	-210.4	-194.9	-195.3
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	265.2	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	2.7	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	550.2	1,061.3	1,193.5
기초현금 및 현금성자산	410.5	546.1	684.3	1,234.5	2,295.8
기말현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,234.5	2,295.8	3,489.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,694.6	4,883.5	6,177.8
현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,234.5	2,295.8	3,489.3
단기금융자산	81.7	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	826.7	1,315.7	1,851.9	1,958.7	2,034.3
재고자산	308.9	385.6	474.8	489.7	508.6
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	6,004.3	6,997.8	8,118.7
유동부채	657.2	1,056.8	1,190.6	1,374.2	1,643.1
매입채무 및 기타채무	224.2	300.2	434.1	617.6	886.5
단기금융부채	352.3	571.4	571.4	571.4	571.4
기타유동부채	80.7	185.2	185.1	185.2	185.2
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	1,726.4	1,910.0	2,178.9
지배자본	2,794.2	3,335.3	4,151.5	4,954.9	5,800.1
자본금	128.3	135.0	137.7	137.7	137.7
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	3,312.2	4,112.4	4,954.3
비지배지분	112.8	119.9	126.5	132.9	139.7
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,277.9	5,087.9	5,939.8
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	5,904	5,831	6,134
BPS	20,341	24,226	30,148	35,983	42,120
CFPS	4,101	6,699	9,544	9,179	9,326
DPS	50	20	20	20	20
주기배수(배)					
PER	82.0	96.6	44.5	45.0	42.8
PER(최고)	98.2	106.6	66.1		
PER(최저)	59.5	36.6	41.3		
PBR	8.74	14.82	8.71	7.30	6.23
PBR(최고)	10.47	16.36	12.94		
PBR(최저)	6.34	5.61	8.09		
PSR	21.62	26.71	15.22	14.76	14.21
PCFR	43.3	53.6	27.5	28.6	28.1
EV/EBITDA	43.2	54.6	29.2	28.2	26.8
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	14.8	12.5	11.3
ROE	11.2	16.7	21.7	17.6	15.7
ROIC	11.0	17.5	20.4	21.0	23.7
매출채권회전율	1.3	1.7	1.5	1.3	1.3
재고자산회전율	4.8	5.3	5.5	5.1	5.1
부채비율	33.9	46.1	40.4	37.5	36.7
순차입금비율	-4.6	2.2	-11.1	-30.2	-45.9
이자보상배율	34.9	94.9	133.9	138.4	144.0
총차입금	495.4	774.4	774.4	774.4	774.4
순차입금	-132.5	76.1	-474.1	-1,535.4	-2,729.0
EBITDA	537.3	891.5	1,225.0	1,233.8	1,254.1
FCF	158.6	-284.4	521.3	1,071.7	1,195.3

Compliance Notice

- 당사는 5월 12일 현재 '셀트리온(068270)' 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

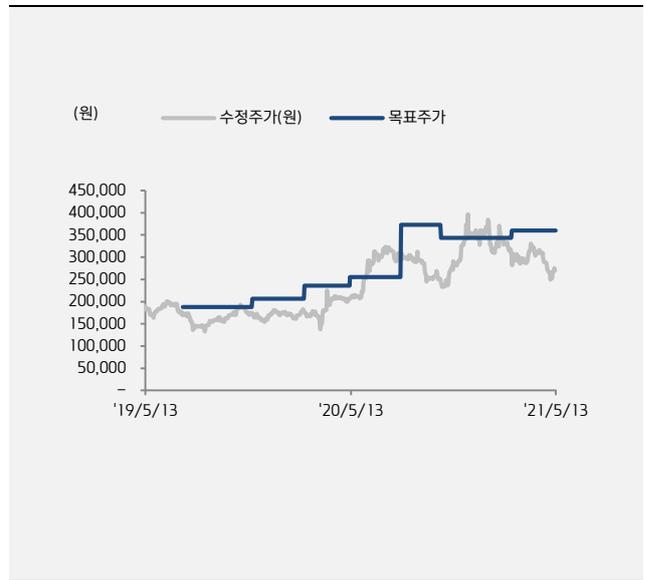
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 (068270)	2019-07-18	Outperform (Maintain)	187,592원	6개월	-13.18	2.75
	2019-11-19	Outperform (Maintain)	206,351원	6개월	-17.81	-11.48
	2020-02-20	Buy(Upgrade)	235,682원	6개월	-26.04	-25.42
	2020-02-24	Buy(Maintain)	235,682원	6개월	-27.15	-24.17
	2020-03-12	Buy(Maintain)	235,682원	6개월	-20.35	-4.58
	2020-05-11	Buy(Maintain)	255,322원	6개월	8.06	26.54
	2020-08-10	Buy(Maintain)	373,163원	6개월	-25.09	-16.32
	2020-10-20	Buy(Maintain)	343,703원	6개월	-27.89	-18.57
	2020-11-10	Buy(Maintain)	343,703원	6개월	-7.05	15.29
	2021-02-23	Outperform (Downgrade)	360,000원	6개월	-18.19	-8.19
	2021-05-13	Buy(Upgrade)	360,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%