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 (5/12)	262,500원
상승여력	41%

시가총액	361,471억원
총발행주식수	137,703,428주
60일 평균 거래대금	2,304억원
60일 평균 거래량	784,980주
52주 고	396,240원
52주 저	207,204원
외인지분율	20.61%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 68인 22.77%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.5)	(20.9)	26.7
상대	(16.2)	(22.5)	(23.0)
절대(달러환산)	(15.4)	(22.2)	38.0

1Q21 Review: 생산 효율화로 수익 개선

매출액 4,570억원(YoY +22.6%), 영업이익 2,077억원(YoY +72.7%)

연결기준, 1분기 매출액 4,570억원(YoY +22.6%), 영업이익 2,077억원(YoY +72.7%)을 시현하였다. 트룩시마의 견조한 매출과 유플라이(휴미라 바이오시밀러)마 공급 확대로 매출이 증가하였다. 경상개발비 감소 및 생산효율성 개선에 따라 수익성이 개선되어 영업이익률 45.4%(1Q20 32.2%)를 기록하였다. 영업이익은 컨센서스 대비 6.1% 상회하였는데 1) 수익성이 좋은 유플라이마 매출이 1,188억원 발생하였고, 2) 생산성 향상으로 인해 원가가 개선(원가율 35%)되었기 때문이다. 3) 렉키로나주 임상 3상 진입으로 연구개발비 부담 또한 완화되었다.

유럽시장에서 점유율 (4Q20 IQVIA 수량 기준 점유율: 램시마 53%, 트룩시마 36%, 허쥬마 15%)을 유지하고 있으며, 1분기 매출비중은 램시마IV 1%, 트룩시마(리툭산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 19%, 허쥬마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 16%, 유플라이마(휴미라 바이오시밀러, 자가면역질환치료제) 26%, 렉키로나 2%, 기타(용역매출, 자회사매출 등) 36%였다. 별도기준으로는 매출액 3,846억원(YoY +11.2%), 영업이익 1,961억원(YoY +55.4%)을 기록하였다.

투자의견 BUY, 목표주가는 37만원 유지

투자의견 BUY, 목표주가는 37만원 유지하였다. 1분기 실적을 통해 바이오시밀러 제품들의 생산성 향상을 통한 원가율 개선이 충분히 가능함을 입증하였고, 하반기 다케다 제약 양수 관련 매출, 렉키로나주 및 코로나 진단키트 매출 등의 추가 매출 기여도가 증가될 것으로 판단된다. 코로나치료제 렉키로나주는 국내 약 70개 병원에서 2,700명의 환자에게 투여 완료되었으며, 유럽 이외의 다수 국가에서의 허가를 위한 절차가 진행 중에 있다. 임상 3상 환자 투여는 완료한 상황으로 6월 탑라인 결과발표가 예상된다. 1) 유플라이마의 런칭 이후 매출 확대, 2) 타국가에서의 코로나치료제 출시 및 임상 3상 결과가 향후 주가의 변수가 될 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,570	22.6	-8.4	5,189	-11.9
영업이익	2,077	72.7	26.0	1,957	6.1
세전계속사업이익	2,584	86.7	156.7	1,861	38.9
지배순이익	1,944	85.3	99.3	1,529	27.2
영업이익률 (%)	45.4	+13.2 %pt	+12.4 %pt	37.7	+7.7 %pt
지배순이익률 (%)	42.5	+14.4 %pt	+22.9 %pt	29.5	+13.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	11,285	18,491	20,827	23,857
영업이익	3,781	7,121	9,072	11,048
지배순이익	2,976	5,113	7,219	8,393
PER	82.3	67.3	50.1	43.1
PBR	8.7	10.2	9.7	7.9
EV/EBITDA	45.0	38.3	33.2	27.8
ROE	11.2	16.7	20.5	20.4

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준) (단위: 억원)

	1Q21P	QoQ	4Q20	YoY	1Q20
매출액	4,570	*-8.4%*	4,987	*22.6%*	3,728
영업이익	2,077	*26.0%*	1,647	*72.7%*	1,202
세전이익	2,584	*156.7%*	1,007	*86.7%*	1,384
당기순이익	1,972	*98.2%*	995	*87.3%*	1,053

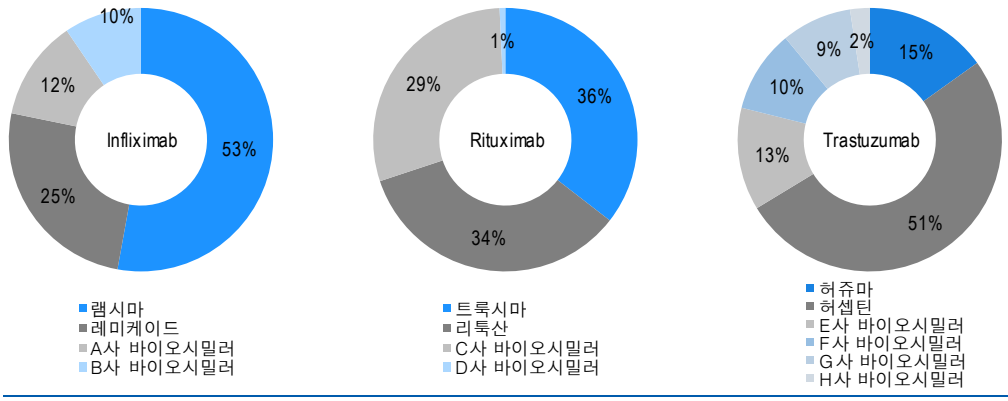
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	3,728	4,288	5,488	4,987	4,570	4,390	5,473	6,394	18,491	20,827	23,857
YoY	*68.2%*	*82.5%*	*89.9%*	*30.3%*	*22.6%*	*2.4%*	*-0.3%*	*28.2%*	*63.9%*	*12.6%*	*14.5%*
영업이익	1,202	1,818	2,453	1,647	2,077	1,888	2,518	2,590	7,121	9,072	11,048
YoY	*55.4%*	*118.1%*	*137.8%*	*44.3%*	*72.7%*	*3.8%*	*2.7%*	*57.2%*	*88.4%*	*27.4%*	*21.8%*
영업이익률	*32.2%*	*42.4%*	*44.7%*	*33.0%*	*45.4%*	*43.0%*	*46.0%*	*40.5%*	*38.5%*	*43.6%*	*46.3%*
세전순이익	1,384	1,806	2,310	1,007	2,584	1,830	2,451	2,518	6,507	9,384	10,857
YoY	*70.1%*	*110.7%*	*116.3%*	*-3.8%*	*86.7%*	*1.3%*	*6.1%*	*150.1%*	*71.9%*	*44.2%*	*15.7%*
당기순이익	1,053	1,474	1,978	675	1,972	1,446	1,936	1,990	5,181	7,344	8,544
YoY	*67.1%*	*88.3%*	*221.2%*	*-28.9%*	*87.3%*	*-1.9%*	*-2.1%*	*194.6%*	*73.9%*	*41.7%*	*16.3%*

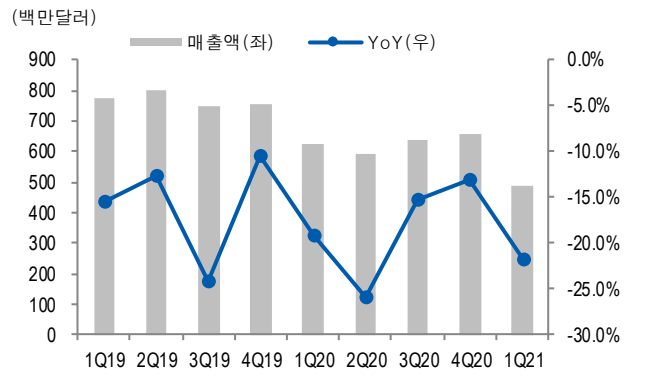
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2020년 4분기)



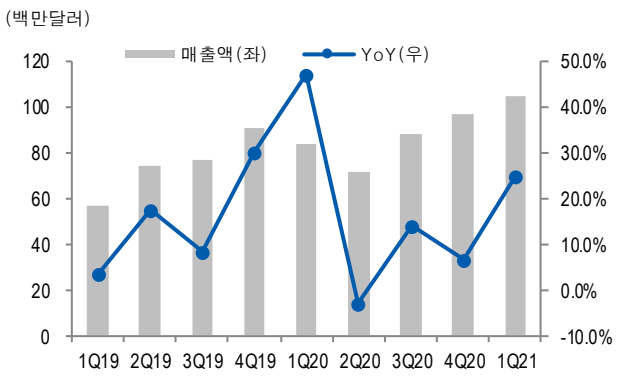
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 미국 Remicade 매출 추이



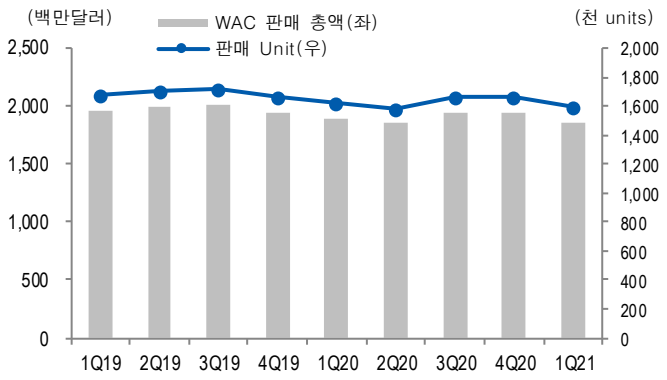
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미국 Inflectra 매출 추이



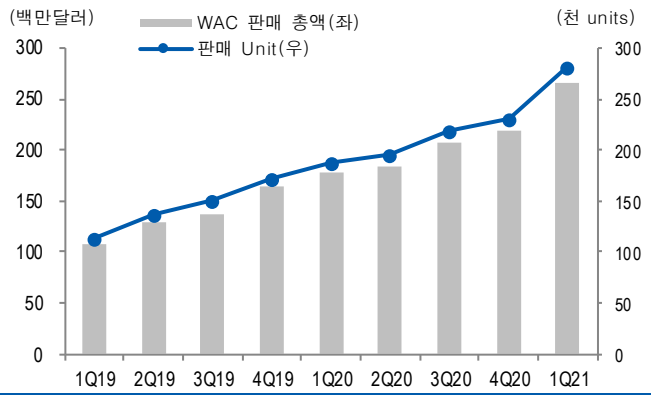
자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

[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

(단위: 십억 달러)

제품명	물질명	오리지널 의약품	적응증	시장규모[1]	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	30.4	허가신청 준비중	유럽 최종판매허가 획득 (2021.2월)
CT-P16	Bevacizumab	AVASTIN (Roche)	대장암 등	6.3	글로벌 임상 3상 진행 중 (임상완료 1H21 목표)	
CT-P43	Ustekinumab	STELARA (Johnson & Johnson)	자가면역질환	10.9	글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.09월~)	
CT-P42	Aflibercept	EYLEA (Regeneron)	황반변성	6.1	글로벌 임상 3상 진행 중 (2021.01월~)	
CT-P39	Omalizumab	XOLAIR (Genentech)	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.3	글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.07월~)	
CT-P41	Denosumab	PROLIA (Amgen)	골다공증	5.2	글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.09월~)	

자료: 셀트리온

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**11,285**	**18,491**	**20,827**	**23,857**	**28,604**
매출원가	4,984	8,279	7,860	8,729	10,584
매출총이익	6,300	10,212	12,966	15,128	18,021
판관비	2,520	3,091	3,894	4,080	3,719
영업이익	**3,781**	**7,121**	**9,072**	**11,048**	**14,302**
EBITDA	5,373	8,915	10,898	12,783	15,899
영업외손익	5	-614	312	-192	-76
외환관련손익	5	-227	-341	-341	-341
이자손익	12	-18	-2	63	178
관계기업관련손익	-5	26	87	87	87
기타	-7	-395	568	0	0
법인세비용차감전순손익	3,786	6,507	9,384	10,857	14,226
법인세비용	806	1,314	2,040	2,313	3,031
계속사업순손익	2,980	5,192	7,344	8,544	11,195
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,980	5,192	7,344	8,544	11,195
지배지분순이익	**2,976**	**5,113**	**7,219**	**8,393**	**10,998**
포괄순이익	2,912	5,225	7,147	8,347	10,999
지배지분포괄이익	2,906	5,148	7,030	8,205	10,811

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**4,740**	**3,507**	**8,269**	**11,487**	**13,486**
당기순이익	2,980	5,192	7,344	8,544	11,195
감가상각비	484	577	598	616	653
외환손익	28	142	341	341	341
종속,관계기업관련손익	5	-26	-87	-87	-87
자산부채의 증감	-227	-5,063	-2,216	-167	-682
기타현금흐름	1,471	2,686	2,290	2,240	2,066
투자활동 현금흐름	**-2,514**	**-4,720**	**-1,032**	**-1,031**	**-1,031**
투자자산	-279	31	-239	-239	-239
유형자산 증가 (CAPEX)	-943	-870	-800	-800	-800
유형자산 감소	26	10	0	0	0
기타현금흐름	-1,318	-3,891	7	8	8
재무활동 현금흐름	**-859**	**2,660**	**3,608**	**3,783**	**3,783**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	186	194	27	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,045	2,466	3,581	3,783	3,783
연결범위변동 등 기타	-10	-66	-9,166	-6,844	-6,997
현금의 증감	**1,356**	**1,382**	**1,679**	**7,394**	**9,240**
기초 현금	4,105	5,461	6,843	8,522	15,916
기말 현금	5,461	6,843	8,522	15,916	25,156
NOPLAT	**3,781**	**7,121**	**9,072**	**11,048**	**14,302**
FCF	**3,797**	**2,637**	**7,469**	**10,687**	**12,686**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	**17,873**	**25,177**	**30,225**	**39,523**	**53,248**
현금및현금성자산	5,461	6,843	8,522	15,916	25,156
매출채권 및 기타채권	8,267	13,157	16,310	17,744	21,150
재고자산	3,089	3,856	4,955	5,426	6,505
비유동자산	21,064	25,299	24,600	23,991	23,520
유형자산	9,236	9,463	9,665	9,849	9,996
관계기업등 지분관련자산	478	480	806	1,132	1,459
기타투자자산	176	313	313	313	313
자산총계	**38,937**	**50,477**	**54,824**	**63,515**	**76,769**
유동부채	6,572	10,568	11,028	11,219	13,475
매입채무 및 기타채무	2,242	3,002	3,462	3,653	5,909
단기차입금	2,980	4,370	4,370	4,370	4,370
유동성장기부채	520	1,320	1,320	1,320	1,320
비유동부채	3,295	5,358	5,358	5,358	5,358
장기차입금	1,395	1,999	1,999	1,999	1,999
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**9,867**	**15,925**	**16,386**	**16,577**	**18,833**
지배지분	27,942	33,353	37,083	45,280	56,278
자본금	1,283	1,350	1,377	1,377	1,377
자본잉여금	8,022	8,286	8,286	8,286	8,286
이익잉여금	19,969	25,020	28,919	37,312	48,310
비지배지분	1,128	1,199	1,356	1,658	1,658
자본총계	**29,070**	**34,552**	**38,438**	**46,938**	**57,936**
순차입금	**-1,347**	**737**	**-943**	**-8,336**	**-17,576**
총차입금	4,932	7,720	7,720	7,720	7,720

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,166	3,714	5,242	6,095	7,987
BPS	20,522	24,446	27,169	33,174	41,232
EBITDAPS	4,190	6,609	7,914	9,283	11,546
SPS	8,223	13,442	15,125	17,325	20,772
DPS	0	0	0	0	0
PER	**82.3**	**67.3**	**50.1**	**43.1**	**32.9**
PBR	**8.7**	**10.2**	**9.7**	**7.9**	**6.4**
EV/EBITDA	**45.0**	**38.3**	**33.2**	**27.8**	**21.7**
PSR	**21.7**	**18.6**	**17.4**	**15.2**	**12.6**

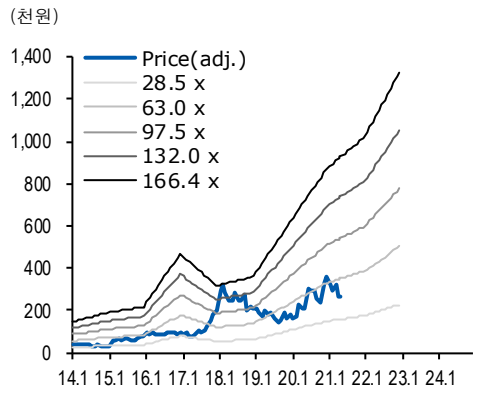
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	**14.9**	**63.9**	**12.6**	**14.5**	**19.9**
영업이익 증가율 (%)	**11.6**	**88.4**	**27.4**	**21.8**	**29.5**
지배순이익 증가율 (%)	**13.6**	**71.8**	**41.2**	**16.3**	**31.0**
매출총이익률 (%)	55.8	55.2	62.3	63.4	63.0
영업이익률 (%)	**33.5**	**38.5**	**43.6**	**46.3**	**50.0**
지배순이익률 (%)	26.4	27.7	34.7	35.2	38.4
EBITDA 마진 (%)	47.6	48.2	52.3	53.6	55.6
ROIC	10.8	17.6	18.8	21.9	27.6
ROA	8.0	11.4	13.7	14.2	15.7
ROE	**11.2**	**16.7**	**20.5**	**20.4**	**21.7**
부채비율 (%)	33.9	46.1	42.6	35.3	32.5
순차입금/자기자본 (%)	-4.8	2.2	-2.5	-18.4	-31.2
영업이익/금융비용 (배)	34.9	94.9	71.6	80.3	103.9

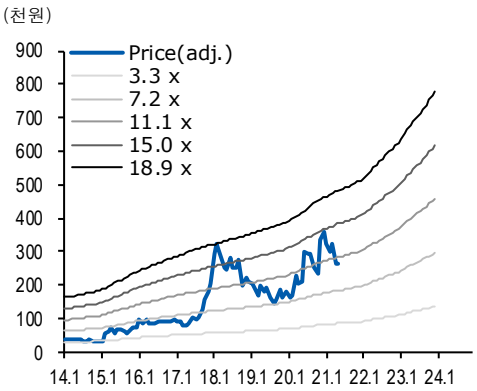
자료: 유안타증권

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

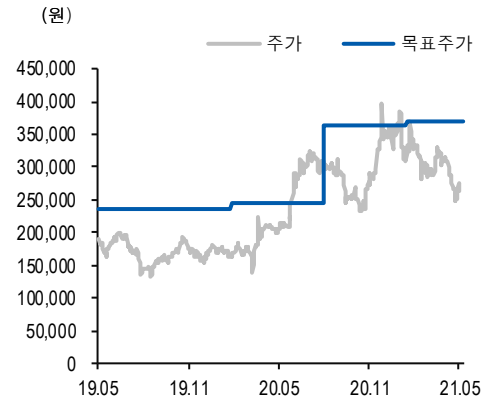
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-13	BUY	370,000	1년		
2020-08-10	BUY	363,343	1년	-16.82	9.05
2020-05-09	1년 경과 이후		1년	17.08	37.78
2019-05-09	BUY	234,490	1년	-16.85	37.78

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-10

※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 투자의사결정은 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.