



▲ 제약/바이오

Analyst 김지하

02. 6454-4868

jihah.kim@meritz.co.kr

셀트리온 068270

생산 효율성 개선 효과

Buy

적정주가 (12개월)	360,000 원
현재주가 (5.12)	262,500 원
상승여력	37.1%
KOSPI	3,161.66pt
시가총액	361,471억원
발행주식수	13,770만주
유동주식비율	75.79%
외국인비중	20.62%
52주 최고/최저가	396,240원/207,204원
평균거래대금	2,304.5억원
주요주주(%)	
셀트리온홀딩스 외 68 인	22.77
국민연금공단	7.91
Ion Investments B.V. 외 1 인	7.49
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-15.5 -8.5 26.7
상대주가	-16.2 -28.3 -23.0

주가그래프



- ✓ 1Q21 Review: 생산 효율성 개선 효과로 OPM 45%(+12%p YoY)로 크게 개선
- ✓ 매출은 1공장 렉키로나 생산으로 제품 매출 공백 발생해 컨센 대비 -12% 하회
- ✓ 2Q21E Preview: 유럽 시장 유플라이마와 램시마 SC 성장 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원으로 유지

1Q21 Review: 매출은 부진했으나 생산 효율화로 수익성 크게 개선

1Q21 매출액은 4,570억원(+22.6%, 이하 YoY)로 컨센서스 대비 -11.9% 하회하였다. 1공장 코로나19 치료제 렉키로나 생산으로 램시마와 램시마SC 생산 공백이 발생했기 때문이다. 영업이익은 2,077억원(+72.7%), 45.4%(+12.4%p)의 영업이익률을 기록하며 매우 양호한 수익성을 보였다. 1) 생산효율성 개선으로 매출총이익률은 65.0% (+10.1%p)까지 높아졌으며, 2) 고수익 제품들의 매출 비중이 확대된 덕분이다.

2Q21 Preview: 유럽 시장 유플라이마와 램시마 SC 성장 기대

2Q21E 매출액은 5,261억원(+22.7%), 영업이익은 2,539억원(+39.6%), 영업이익률은 48.3%(+2.9%p QoQ)를 기록할 전망이다. 현재 1공장은 기존 바이오시밀러 제품들의 생산이 진행되고 있어 매출 공백이 발생하지 않아 1Q21 실적 대비 개선될 것으로 보인다. 특히 램시마 SC는 고수익 제품으로 수익 발생시 1Q21보다 수익성 더 좋아질 수 있겠다. 유플라이마(고농도 휴미라 바이오시밀러)는 2분기에도 유럽 출시를 위한 재고 물량이 반영될 예정이다. 미국 트룩시마의 경우 시장 점유율을 조금씩 높여가고 있어 안정적인 흐름을 보일 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 360,000원으로 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 360,000원을 유지한다. 1) 고수익 제품 유플라이마의 성장이 전망되고, 2) 생산 효율화로 원가 개선이 지속 중이며, 3) 인도 및 유럽 렉키로나 수출 역시 기대해볼 수 있기에 Buy 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,128.5	378.1	297.6	2,168	17.1	20,341	82.0	8.7	43.2	11.2	33.9
2020	1,849.1	712.1	511.3	3,717	73.8	24,226	96.6	14.8	54.6	16.7	46.1
2021E	2,575.3	1,275.3	998.0	7,247	95.8	31,468	36.2	8.3	24.0	26.0	47.6
2022E	2,910.1	1,484.5	1,143.0	8,141	12.3	38,253	32.2	6.9	20.2	23.3	35.9
2023E	3,044.3	1,515.3	1,197.8	8,367	2.8	45,723	31.4	5.7	19.0	19.7	30.4

표1 셀트리온 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	457.0	372.8	22.6	498.7	(8.4)	518.9	(11.9)	458.8	(0.4)
영업이익	207.7	120.2	72.7	164.8	26.0	195.7	6.1	189.3	9.7
세전이익	258.4	138.4	86.7	100.7	156.7	186.1	38.9	192.9	34.0
순이익	197.2	105.3	87.3	99.5	98.2	152.9	29.0	148.5	32.8
영업이익률(%)	45.4	32.2		33.0		37.7		41.3	
순이익률(%)	43.2	28.2		20.0		29.5		32.4	

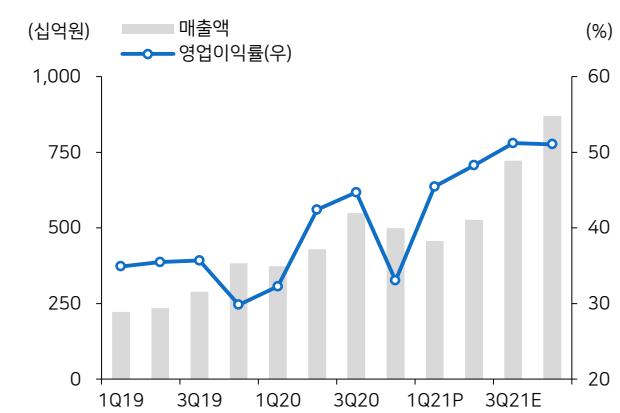
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

표2 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	457.0	526.1	722.6	869.6	1,849.1	2,575.3	2,910.1
(% YoY)	68.2	82.5	89.9	30.3	22.6	22.7	31.7	74.4	63.9	39.3	13.0
바이오의약품	345.7	404.3	487.4	452.5	384.6	450.0	608.8	769.2	1,689.8	2,212.6	2,529.2
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	4.6	66.0	115.4	143.8	337.7	329.8	468.2
램시마 SC	108.1	90.0	208.5	124.7	0.0	57.8	134.8	192.5	531.4	385.1	614.7
트룩시마	85.8	120.1	22.0	94.8	86.8	86.6	93.9	93.7	322.5	361.0	396.0
허쥬마	29.8	38.6	22.0	5.0	73.1	34.4	22.4	19.6	95.4	149.6	156.1
유플라이마	0.0	0.0	0.0	19.9	118.8	122.6	96.3	100.0	19.9	437.7	335.0
렉키로나	0.0	0.0	0.0	0.0	9.1	13.7	12.3	8.6	0.0	43.8	15.3
CMO	0.0	0.0	43.9	59.8	0.0	0.0	56.0	70.0	103.7	126.0	247.8
케미컬 및 기타	27.2	24.5	61.4	46.2	72.4	76.1	113.8	100.4	159.3	362.7	380.8
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	207.7	253.9	369.9	443.9	712.1	1,275.3	1,484.5
(% YoY)	55.4	118.1	137.8	44.3	72.7	39.6	50.8	169.4	88.4	79.1	16.4
영업이익률	32.2	42.4	44.7	33.0	45.4	48.3	51.2	51.0	38.5	49.5	51.0
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	197.2	195.3	284.3	340.8	519.2	1,017.8	1,165.7
(% YoY)	67.1	77.0	185.4	4.7	87.3	40.9	61.7	242.5	74.3	96.0	14.6
순이익률	28.2	32.3	32.0	20.0	43.2	37.1	39.3	39.2	28.1	39.5	40.1

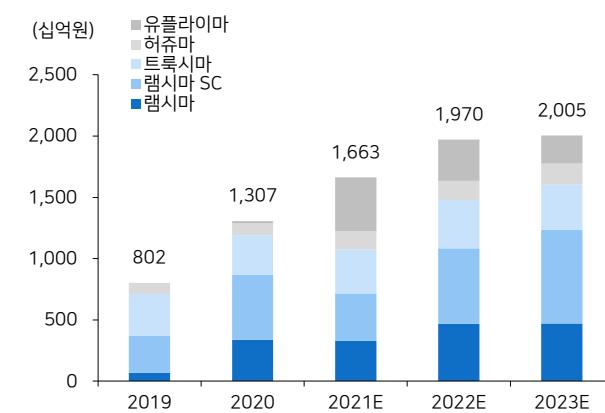
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림1 셀트리온 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림2 셀트리온 제품별 연간 매출액 추이



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,128.5	1,849.1	2,575.3	2,910.1	3,044.3
매출액증가율 (%)	14.9	63.9	39.3	13.0	4.6
매출원가	498.4	827.9	964.3	1,098.7	1,187.8
매출총이익	630.0	1,021.2	1,611.1	1,811.4	1,856.5
판매관리비	252.0	309.1	335.7	326.9	341.2
영업이익	378.1	712.1	1,275.3	1,484.5	1,515.3
영업이익률	33.5	38.5	49.5	51.0	49.8
금융손익	3.4	-28.1	13.5	34.3	76.8
종속/관계기업손익	-0.5	2.6	6.5	8.7	8.7
기타영업외손익	-2.4	-35.9	38.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	378.6	650.7	1,333.7	1,527.5	1,600.8
법인세비용	80.6	131.5	315.9	361.8	379.2
당기순이익	298.0	519.2	1,017.8	1,165.7	1,221.6
지배주주지분 순이익	297.6	511.3	998.0	1,143.0	1,197.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	474.0	350.8	763.3	1,550.7	1,547.8
당기순이익(손실)	298.0	519.2	1,017.8	1,165.7	1,221.6
유형자산상각비	48.4	57.7	66.2	71.2	76.9
무형자산상각비	110.9	121.7	155.0	155.5	154.0
운전자본의 증감	-22.7	-506.4	-477.7	189.8	171.2
투자활동 현금흐름	-251.4	-472.0	-272.2	-142.2	-115.5
유형자산의증가(CAPEX)	-94.3	-87.0	-44.6	-44.6	-44.6
투자자산의감소(증가)	-19.0	-11.3	-36.2	3.3	-3.4
재무활동 현금흐름	-85.9	266.0	-88.9	-79.6	-28.7
차입금의 증감	-17.3	299.4	-55.2	-48.3	1.9
자본의 증가	28.5	33.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	135.6	138.2	402.2	1,328.9	1,403.6
기초현금	410.6	546.1	684.3	1,086.5	2,415.4
기말현금	546.1	684.3	1,086.5	2,415.4	3,819.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,787.3	2,517.8	3,998.5	5,082.3	6,371.5
현금및현금성자산	546.1	684.3	1,086.5	2,415.4	3,819.0
매출채권	814.4	1,252.4	2,067.8	1,854.3	1,713.4
재고자산	308.9	385.6	638.3	607.6	633.1
비유동자산	2,106.4	2,530.0	2,602.3	2,581.6	2,571.7
유형자산	923.6	946.3	924.7	898.1	865.9
무형자산	1,040.0	1,430.5	1,488.2	1,497.4	1,516.3
투자자산	65.5	79.4	115.6	112.3	115.7
자산총계	3,893.7	5,047.7	6,600.8	7,663.9	8,943.1
유동부채	657.2	1,056.8	1,419.5	1,386.1	1,420.4
매입채무	42.7	34.0	59.2	56.9	59.3
단기차입금	298.0	437.0	437.0	437.0	437.0
유동성장기부채	52.0	132.0	132.0	132.0	132.0
비유동부채	329.5	535.8	708.2	639.0	662.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	139.5	199.9	124.8	78.4	78.4
부채총계	986.7	1,592.5	2,127.8	2,025.1	2,082.8
자본금	128.3	135.0	135.0	135.0	135.0
자본잉여금	802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
기타포괄이익누계액	3.0	6.3	6.3	6.3	6.3
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,500.0	4,643.0	5,840.8
비지배주주지분	112.8	119.9	139.8	162.5	186.3
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,473.0	5,638.7	6,860.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	8,223	13,442	18,702	20,726	21,265
EPS(지배주주)	2,168	3,717	7,247	8,141	8,367
CFPS	4,101	6,699	11,306	12,270	12,265
EBITDAPS	3,915	6,480	10,868	12,188	12,197
BPS	20,341	24,226	31,468	38,253	45,723
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	82.0	96.6	36.2	32.2	31.4
PCR	43.3	53.6	23.2	21.4	21.4
PSR	21.6	26.7	14.0	12.7	12.3
PBR	8.7	14.8	8.3	6.9	5.7
EBITDA	537.3	891.5	1,496.5	1,711.2	1,746.1
EV/EBITDA	43.2	54.6	24.0	20.2	19.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	16.7	26.0	23.3	19.7
EBITDA 이익률	47.6	48.2	58.1	58.8	57.4
부채비율	33.9	46.1	47.6	35.9	30.4
금융비용부담률	1.0	0.4	1.3	1.1	1.0
이자보상배율(X)	34.9	94.9	37.8	47.4	49.5
매출채권회전율(X)	1.4	1.8	1.6	1.5	1.7
재고자산회전율(X)	4.8	5.3	5.0	4.7	4.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온 (068270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

