

2021.07.08

셀트리온 (068270)

셀트리온 바닥설

각종 약재 모두 반영.. 이제 바닥인 듯.

연초 이후 6개월가량 하락했던 바이오 업종이 반등하고 있으나, 셀트리온은 여전히 횡보 중이다. 아직 바닥에 있는 셀트리온을 대형주 중 최선호로 판단한다. 동사가 매력적인 이유는 말그대로 가장 낙폭이 컸기 때문이다. 각종 약재가 반영되며 주가는 지난해 12월 고점대비 -33.8%나 하락한 상황이다. 셀트리온의 낙폭이 컸던 이유는 크게 (1) 코로나19 치료제 렉키로나의 기대 이하 성과, (2) 미국 트룩시마 성장을 하락에 따른 셀트리온헬스케어의 1분기 실적 쇼크, (3) 공매도의 재개였다. 특히 렉키로나의 경우 글로벌 대규모 공급을 예상했으나, 실제 판매는 저조했다. 최근에는 변이 바이러스가 많아지며 항체요법의 사용범위도 작아지고 있다. 하지만 중요한 것은 렉키로나 부진은 이제 주가에 전부 반영되었다는 것이다. 이제는 기대감이 없다. 따라서 이제는 셀트리온에게도 반등의 기회가 왔다는 생각이며, 앞으로의 모멘텀에 따라 상승할 여지가 더 커 보인다.

3분기는 유프라이마 매출이 시작되는 시점.

3분기 유프라이마의 매출 시작이 예상된다. 셀트리온은 지난해 4분기부터 셀트리온헬스케어에 유프라이마 매출을 시작했고, 판매사인 셀트리온헬스케어는 올해 3분기부터 실제 매출을 시작할 것으로 보인다. 보통의 경우 신제품이 런칭되는 시기는 주가에 기회다. 이전에 셀트리온이 출시했던 램시마SC와 미국 트룩시마는 각각 2019년 4분기와 2020년 1분기에 셀트리온헬스케어의 매출이 시작되었다. 두 제품의 시장점유율이 높아지면서 셀트리온은 2020년 yoy +63.9%의 고성장을 이뤄냈고, 1년간 주가도 크게 상승했다. 두 제품이 런칭되던 시기인 2020년 초 셀트리온 주가는 180,000원에 불과했다. 마찬가지로 2021년 3분기는 유프라이마의 런칭이 시작되는 시기다. 유프라이마의 상업성이 램시마SC나 트룩시마에 비해 뒤지지 않는다. 바닥에서 주가상승의 모멘텀이 될 것으로 보인다.

투자의견 매수 및 목표가 380,000원 유지.

2분기 연결 매출액은 4,812억원(+12.2% yoy), 영업이익 2,126억원(+16.9% yoy)을 전망한다. 실적은 컨센서스를 하회하겠으나, 크게 중요하지는 않다. 동사 주가에는 실적보다는 신제품의 런칭과 성장 스토리가 훨씬 중요하다. 또한 2분기 실적발표의 포인트 중 하나는 1분기의 낮았던 매출원가율(35%) 수준이 유지되는지 확인하는 것이다. 원가율 개선이 유지된다면, 향후 추정치에 낮아진 원가율을 반영할 수 있겠다. 셀트리온에 대해 투자의견 매수 및 목표가 380,000원을 유지한다.

(십억원, 연결)	2019A	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,307.9	2,756.9	3,098.8
영업이익	378.1	712.1	1,025.2	1,155.5	1,357.0
영업이익률	33.5%	38.5%	44.4%	41.9%	43.8%
순이익[지배]	297.6	511.3	836.3	911.3	1066.8
EPS(원)	2,168	3,717	6,067	6,608	7,735
PER(배)	82.0	96.6	44.0	40.4	34.5
PBR	8.7	14.7	8.7	7.1	5.9
EV/EVITA	43.1	58.4	28.3	26.1	22.2
ROE(%)	10.0%	10.8%	16.4%	21.3%	18.4%

자료: 셀트리온, 한양증권

매수

[유지]

목표주가(12M)	380,000원
현재주가(2021.07.07)	266,500원
상승여력	42.6%

Analyst 오병용

byoh@hygood.co.kr

RA 박민주

minju.park@hygood.co.kr

02-3770-5144

주가지표

KOSPI(07/07)	3,285P
KOSDAQ(07/07)	1,047P
현재주가(07/07)	266,500원
시가총액	36,755십억원
총발행주식수	13,792만주
120일 평균거래대금	2,737억원
52주 최고주가	396,240원
52주 최저주가	229,299원
유동주식비율	75.8%
외국인지분율(%)	20.49%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 68인 (22.8%) 국민연금공단 (7.9%)

상대주가차트

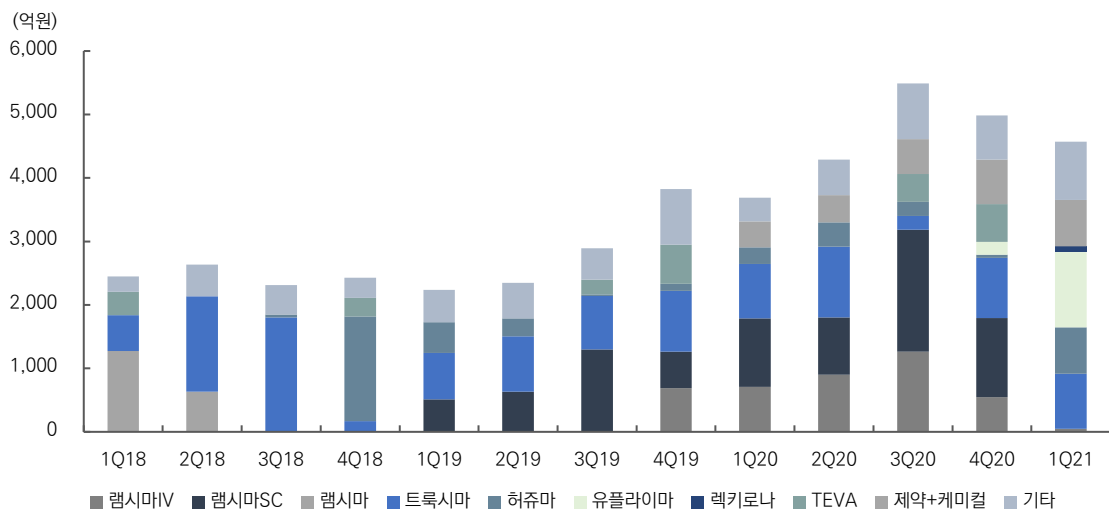


[도표 1] 셀트리온 실적추정

(십억원, 연결기준)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	457.0	481.2	647.8	721.9	1,128.5	1,849.1	2,307.9
YoY(%)	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	22.6%	12.2%	18.0%	44.8%	14.9%	63.9%	24.8%
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	159.9	183.5	247.0	275.2	498.4	827.9	865.5
YoY(%)	111.3%	102.2%	92.8%	12.6%	-14.7%	-3.0%	7.8%	23.8%	15.1%	66.1%	4.5%
원가율	50.3%	44.1%	41.7%	44.6%	35.0%	38.1%	38.1%	38.1%	44.2%	44.8%	37.5%
판매비	65.1	57.9	74.5	111.6	89.4	98.3	108.2	118.0	252.0	309.1	417.3
YoY(%)	17.1%	-0.4%	10.9%	56.9%	37.3%	70.0%	45.2%	5.7%	19.7%	22.7%	35.0%
판매비율(%)	17.5%	13.5%	13.6%	22.4%	19.6%	20.4%	16.7%	16.3%	22.3%	16.7%	18.1%
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.8	207.7	212.6	294.3	310.7	378.1	712.1	1,025.2
YoY(%)	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	72.7%	16.9%	20.0%	88.6%	22.7%	88.4%	44.0%
영업이익률(%)	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	45.4%	44.2%	45.4%	43.0%	33.5%	38.5%	44.4%
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	197.2	170.6	234.4	247.1	298.0	519.2	849.4
YoY(%)	70.1%	110.7%	116.3%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.5%	74.3%	63.6%
당기순이익률	28.2%	32.3%	32.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.4%	28.1%	36.8%

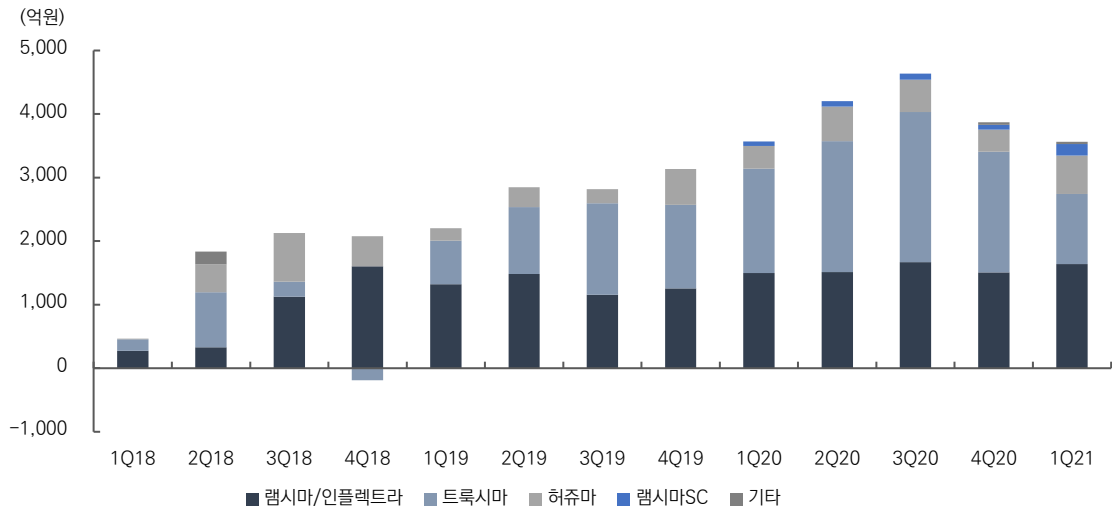
자료 : 한양증권 리서치센터

[도표 2] 셀트리온 제품별 매출 비중



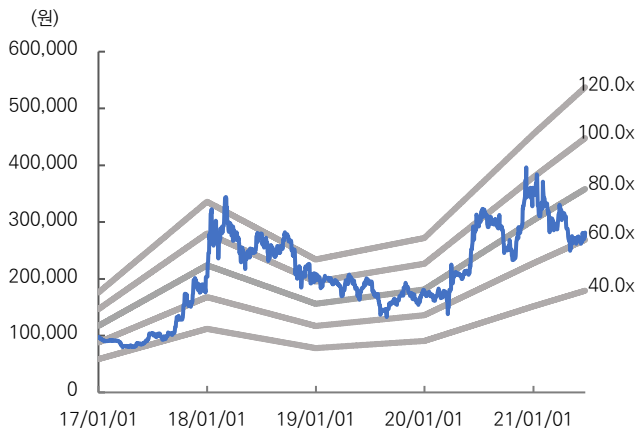
출처: 한양증권 리서치센터

[도표 3] 셀트리온헬스케어 제품별 매출 비중



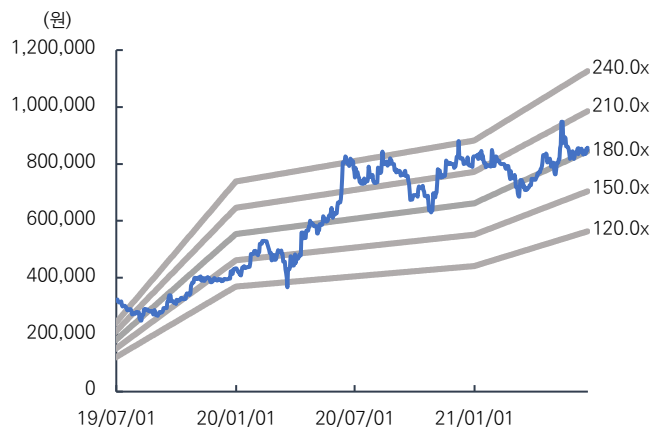
출처: 한양증권 리서치센터

[도표 4] 셀트리온 PER 밴드



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 5] 삼성바이오로직스 PER 밴드



출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	Balance sheet	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128	1,849	2,308	2,757	3,099	유동자산	1,787	2,518	3,731	5,029	6,555
매출원가	498	828	865	1,134	1,218	재고자산	309	386	481	575	646
매출총이익	630	1,021	1,442	1,623	1,880	단기금융자산	82	14	14	15	15
매출총이익률(%)	55.8%	55.2%	62.5%	58.9%	60.7%	매출채권및기타채권	827	1,316	1,642	1,962	2,205
판매비와관리비등	252	309	417	467	523	현금및현금성자산	546	684	1,440	2,278	3,430
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	2,106	2,530	2,315	2,148	1,995
영업이익	378	712	1,025	1,155	1,357	유형자산	924	946	887	833	784
영업이익률(%)	33.5%	38.5%	44.4%	41.9%	43.8%	무형자산	1,040	1,431	1,309	1,198	1,097
조정영업이익	378	712	1,025	1,155	1,357	투자자산	65	79	46	43	40
EBITDA	537	832	1,276	1,351	1,538	자산총계	3,894	5,048	6,046	7,177	8,551
EBITDA 마진율(%)	47.5%	45.0%	55.3%	49.0%	49.6%	유동부채	657	1,057	1,189	1,380	1,653
조정 EBITDA	537	891	1,207	1,320	1,506	단기차입금	298	437	437	437	437
순금융손익	3	-28	30	31	32	매입채무및기타채무	224	300	433	623	897
이자손익	1	-2	0	0	0	비유동부채	330	536	536	536	536
외화관련손익	2	-26	0	0	0	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-36	39	0	0	장기차입금	140	200	200	200	200
종속기업및관계기업관련손익	0	3	0	0	0	부채총계	987	1,593	1,725	1,916	2,189
법인세차감전계속사업손익	379	651	1,095	1,186	1,389	지배주주지분	2,794	3,335	4,188	5,114	6,198
당기순이익	298	519	849	925	1,083	자본금	128	135	138	138	138
당기순이익률(%)	26.4%	28.1%	36.8%	33.6%	35.0%	자본및이익잉여금	2,799	3,331	4,177	5,100	6,181
지배지분순이익	298	511	836	911	1,067	기타자본	-136	-137	-137	-137	-137
비지배지분순이익	0	8	13	14	17	비지배지분	113	120	133	147	164
총포괄이익	291	522	853	929	1,087	자본총계	2,907	3,455	4,321	5,261	6,361

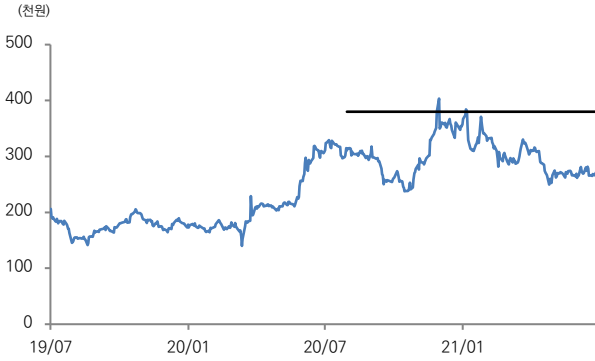
주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	Valuation Indicator	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	474	351	784	899	1,210	Per Share (원)					
당기순이익	298	519	849	925	1,083	EPS(당기순이익 기준)	2,171	3,774	6,161	6,710	7,855
현금유출이없는비용및수익	265	402	505	504	533	EPS(지배순이익 기준)	2,168	3,717	6,067	6,608	7,735
유형자산감가상각비	48	58	60	54	48	BPS(자본총계 기준)	21,162	25,097	31,330	38,146	46,126
무형자산상각비	111	122	122	111	101	BPS(지배지분 기준)	20,510	24,441	30,636	37,409	45,338
기타	106	223	323	339	384	DPS(보통주)	50	20	20	20	20
영업활동관련자산부채변동	-23	-506	-325	-269	-101	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	-8	-537	-326	-319	-243	PER(당기순이익 기준)	81.9	95.1	43.3	39.8	34.0
재고자산의감소	-174	-129	-96	-94	-71	PER(지배순이익 기준)	82.0	96.6	44.0	40.4	34.5
매입채무및기타채무의증가	22	-8	133	190	273	PBR(자본총계 기준)	8.4	14.3	8.5	7.0	5.8
기타	137	167	-35	-46	-60	PBR(지배지분 기준)	8.7	14.7	8.7	7.1	5.9
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-66	-64	-245	-261	-306	EV/EBITDA (발표 기준)	43.1	58.4	28.3	26.1	22.2
투자활동으로인한현금흐름	-251	-472	44	13	13	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	-19	-12	33	3	3	성장성(%)					
유형자산의 감소	3	1	0	0	0	매출액증가율	14.9%	63.9%	24.8%	19.5%	12.4%
유형자산의 증가(CAPEX)	-94	-87	0	0	0	영업이익증가율	11.6%	88.4%	44.0%	12.7%	17.4%
무형자산의 감소(증가)	-191	-453	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	17.1%	73.8%	63.2%	8.9%	17.1%
단기금융자산의감소(증가)	40	68	0	0	0	EPS(지배기준) 증가율	13.3%	71.4%	63.2%	8.9%	17.1%
기타	-1	5	5	5	5	EBITDA(발표기준) 증가율	19.8%	55.0%	53.4%	5.9%	13.9%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	11	6	6	6	6	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	-86	266	265	262	262	ROE(당기순이익 기준)	10.8%	16.3%	21.8%	19.3%	18.6%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROE(지배순이익 기준)	11.2%	16.7%	22.2%	19.6%	18.9%
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROIC	11.0%	17.5%	20.7%	22.7%	26.4%
자본의 증가(감소)	19	19	3	0	0	ROA	8.0%	11.6%	15.3%	14.0%	13.8%
기타	-87	261	277	277	277	배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-17	-15	-15	-15	-15	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	-338	-337	-334	부채비율	33.9%	46.1%	39.9%	36.4%	34.4%
현금의 증가	136	138	755	839	1,151	순차입금비율(자본총계 대비)	-4.4%	2.9%	-15.2%	-28.4%	-41.6%
기초현금	411	546	684	1,440	2,278	이자보상비율	34.9%	94.9%	NA	NA	NA
기말현금	546	684	1,440	2,278	3,430						

자료 : 셀트리온, 한양증권

TP Trend

투자 의견 비율공시



구분	매수	중립	매도
비율	100%		

투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자 의견	목표주가(12M)	과리율
셀트리온	068270	20/08/06	매수	380,000	-17.7%
셀트리온	068270	20/08/10	매수	380,000	-18.7%
셀트리온	068270	21/02/26	매수	380,000	-25.2%
셀트리온	068270	21/07/08	매수	380,000	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1% 이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오병용)
- 기업 투자 의견
 - 매수: 향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자 의견
 - 비중확대: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자 의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
