



Buy(Maintain)

목표주가: 350,000원
주가(08/13): 275,500원

시가총액: 379,960억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/13)		3,171.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	396,240원	233,227원
등락률	-30.5%	18.1%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	8.1%
6M	-17.0%	-18.9%
1Y	-9.1%	-30.1%

Company Data

발행주식수	137,917	전주
일평균 거래량(3M)	534	전주
외국인 지분율	20.8%	
배당수익률(2021E)	0.0%	
BPS(2021E)	29,427원	
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 70 인	22.8%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,095.3	2,277.5
영업이익	378.1	712.1	884.5	972.1
EBITDA	537.3	891.5	1,104.7	1,167.6
세전이익	378.6	650.7	919.1	958.6
순이익	298.0	519.2	726.1	757.3
지배주주지분순이익	297.6	511.3	720.3	751.3
EPS(원)	2,168	3,717	5,225	5,447
증감률(% YoY)	13.3	71.4	40.6	4.2
PER(배)	82.0	96.6	53.9	51.7
PBR(배)	8.74	14.82	9.57	8.07
EV/EBITDA(배)	43.2	54.6	34.7	32.0
영업이익률(%)	33.5	38.5	42.2	42.7
ROE(%)	11.2	16.7	19.5	16.9
순차입금비율(%)	-4.6	2.2	-15.5	-31.5

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

지나간 실적보다 하반기 렉키로나 승인 중요



2분기 실적은 시장 기대치를 하회하였으나, 이미 2Q21 단일판매 공급계약 금액이 2,611억원으로 공시되며 실적에 대한 기대감 낮아져 주가에 미치는 영향은 적을 것으로 예상됩니다. 9~10월 렉키로나 유럽 승인을 받게 되면 공급 계약이 이어질 것으로 전망됩니다. 렉키로나는 신약이기 때문에 고마진으로 추정되며 계약 규모에 따라 실적 개선 폭이 커질 수 있습니다.

>>> 2분기 실적 시장 기대치 하회

2분기 매출액은 4,318억원(YoY +1%), 영업이익 1,632억원(YoY -10%, OPM 38%)으로 시장 컨센서스 매출액과 영업이익 각각 -17%, -28% 하회하였다. 인플렉트라가 미국 사보험사 유니타이드헬스케어(UNH), 에트나(Aetna), 시그나(Cigna) 등 선호의약품으로 등재되면서 수요 급증함에 따라 비교적 원가율이 높은 램시마IV 생산 확대 영향이 있었다. 램시마IV 매출은 993억원(YoY +16%)으로 증가하였는데, **긴급 물량 공급이 필요함에 따라 CMO를 활용하면서 원가가 높아졌다.** 원가율은 1Q21 35%에서 2Q21 45%로 증가하였다. 트룩시마 매출액 1,382억원(YoY +15%)으로 생산 및 공급 물량이 증가하며 원가율 상승을 일부 상쇄하였다.

>>> 하반기는 렉키로나와 유플라이마 생산 확대 기대

인플렉트라 선호의약품 등재 보험사가 늘어나고 있고, 화이자-존슨앤존슨 레미케이드 독점금지 소송을 합의하면서 인플렉트라의 향후 점유율 상승이 예상된다. 화이자의 인플렉트라 가격 인하 있으나, 보수적인 수준으로 가격을 설정하여 **더 이상 가격인하로 인한 변동대가 영향은 없다**는 점은 긍정적이다. **상반기 렉키로나 생산하여 재고 비축**을 하였기 때문에 하반기 유럽 승인되면 공급물량 확대가 기대된다. **9~10월 유럽에서 렉키로나 승인 선정되면,** 유럽내 국가에서 레퍼런스 승인으로 면제 받는 국가들이 나타날 수 있으며 관련 국가 비축물량 계약 확대로 이어질 것으로 예상된다. 렉키로나는 현재 브라질과 인도네시아에서 긴급사용승인을 획득한 바 있다. 동물 효능 시험에서 베타, 감마, 델타 변이에 대해 중화 능력이 있다는 결과를 확보하였고, 유럽 EMA에 델타 변이 관련 동물 자료 또한 제출하였다. 국내 렉키로나 누적 처방 환자는 8/5일 기준 8,610명에 달한다. 유플라이마 1분기 1,188억원 공급 대비 2분기에는 매출이 발생하지 않았는데, 6월부터 유럽 국가 순차 출시에 따라 하반기 매출 발생할 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 투자이견 BUY, 목표주가 35만원 하향

실적 추정치 하향으로 목표주가 35만원 하향하나, 바이오시밀러 퍼스트 무버에서 차별화된 시밀러/베터 제품 확보 및 최근 렉키로나, ADC, mRNA 등 신약 분야로 확대하고 있다는 점 긍정적으로 투자이견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	457.0	431.8	-6%	1%	559.8	-23%	519.9	-17%
영업이익	207.7	163.2	-21%	-10%	231.4	-29%	226.3	-28%
영업이익률	45%	38%			41%			
세전이익	258.4	155.6	-40%	-14%	225.2	-31%		
세전이익률	57%	36%			40%			
지배주주 순이익	193.6	125.5	-35%	-9%	195.1	-36%	176.2	-29%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
바이오의약품	337.4	389.2	517.9	426.1	1670.6	370.3	316.3	425.3	532.2	1644.2
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	337.7	4.6	99.3	101.0	65.3	270.1
램시마 SC	108.1	90.0	208.5	124.7	531.4	0.0	0.0	32.8	46.9	79.7
트룩시마	85.7	120.1	22.0	94.8	322.5	86.8	138.2	58.4	87.5	370.9
허주마	29.8	38.6	22.0	5.0	95.4	73.1	4.3	18.7	46.9	143.0
유플라이마				19.9	19.9	118.8	0.0	59.8	60.7	239.4
용역 + CMO	42.9	54.7	139.3	126.9	363.8	77.9	40.0	79.5	93.6	291.0
렉키로나						9.1	34.5	75.0	131.3	250.0
케미컬의약품	35.0	40.0	30.8	69.8	175.6	73.1	99.3	103.4	75.4	351.2
기타	0.5	-0.4	0.1	2.7	2.9	13.5	16.1	28.0	42.4	100.0
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	1,849.1	457.0	431.8	556.6	650.0	2,095.3
YoY	68%	82%	90%	30%	64%	23%	1%	1%	30%	13%
매출원가	187.5	189.1	229.0	222.3	827.9	159.9	192.4	235.1	283.3	870.6
원가율	50%	44%	42%	45%	45%	35%	45%	42%	44%	42%
매출총이익	185.4	239.7	319.8	276.4	1021.2	297.1	239.4	321.6	366.7	1224.7
매출총이익율	50%	56%	58%	55%	55%	65%	55%	58%	56%	58%
판매관리비	65.1	57.9	74.5	111.6	309.1	89.4	76.2	86.7	88.0	340.3
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	712.1	207.7	163.2	234.9	278.7	884.5
YoY	55%	118%	138%	44%	88%	73%	-10%	-4%	69%	24%
OPM	32%	42%	45%	33%	39%	45%	38%	42%	43%	42%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	451,032	'21년 EPS * 평균 PER ('15~'20년)
② 비영업가치	20,920	
관계기업		
- 셀트리온제약	20,920	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	1,201	
④ 유통 주식 수	136,380	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	470,751	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,095.3	2,277.5	2,321.9
매출원가	498.4	827.9	870.6	941.7	960.0
매출총이익	630.0	1,021.2	1,224.7	1,335.9	1,361.9
판관비	252.0	309.1	340.3	363.8	364.6
영업이익	378.1	712.1	884.5	972.1	997.2
EBITDA	537.3	891.5	1,104.7	1,167.6	1,170.7
영업외손익	0.5	-61.4	34.6	-13.5	-2.8
이자수익	12.1	5.7	17.1	28.0	38.6
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	-28.1	-28.0
법인세차감전이익	378.6	650.7	919.1	958.6	994.4
법인세비용	80.6	131.4	193.0	201.3	208.8
계속사업순손익	298.0	519.2	726.1	757.3	785.6
당기순이익	298.0	519.2	726.1	757.3	785.6
지배주주순이익	297.6	511.3	720.3	751.3	779.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.9	63.9	13.3	8.7	1.9
영업이익 증감율	11.6	88.3	24.2	9.9	2.6
EBITDA 증감율	15.4	65.9	23.9	5.7	0.3
지배주주순이익 증감율	13.7	71.8	40.9	4.3	3.7
EPS 증감율	13.3	71.4	40.6	4.2	3.7
매출총이익율(%)	55.8	55.2	58.4	58.7	58.7
영업이익율(%)	33.5	38.5	42.2	42.7	42.9
EBITDA Margin(%)	47.6	48.2	52.7	51.3	50.4
지배주주순이익율(%)	26.4	27.7	34.4	33.0	33.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	785.8	972.3	1,240.5
당기순이익	298.0	519.2	726.1	757.3	785.6
비현금항목의 가감	264.9	402.3	467.7	440.4	415.3
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	250.0	247.6	244.5
영업활동자산부채증감	-22.7	-506.3	-224.6	-44.5	217.4
매출채권및기타채권의감소	-7.5	-536.8	-318.6	-187.7	-35.5
재고자산의감소	-174.3	-128.8	-33.5	-36.4	-8.9
매입채무및기타채무의증가	22.1	-7.8	128.7	185.5	268.0
기타	137.0	167.1	-1.2	-5.9	-6.2
기타현금흐름	-66.2	-64.5	-183.4	-180.9	-177.8
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	265.4	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	2.9	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	725.2	908.7	1,176.9
기초현금 및 현금성자산	410.5	546.1	684.3	1,409.5	2,318.2
기말현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,409.5	2,318.2	3,495.1

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,596.3	4,735.0	5,962.6
현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,409.5	2,318.2	3,495.1
단기금융자산	81.7	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	826.7	1,315.7	1,634.4	1,822.0	1,857.5
재고자산	308.9	385.6	419.1	455.5	464.4
기타유동자산	23.9	118.1	119.3	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	5,906.0	6,849.4	7,903.5
유동부채	657.2	1,056.8	1,185.5	1,371.0	1,639.0
매입채무 및 기타채무	224.2	300.2	428.9	614.5	882.5
단기금융부채	352.3	571.4	571.4	571.4	571.4
기타유동부채	80.7	185.2	185.2	185.1	185.1
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	1,721.3	1,906.8	2,174.8
지배자본	2,794.2	3,335.3	4,059.0	4,810.8	5,590.6
자본금	128.3	135.0	137.9	137.9	137.9
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	3,219.5	3,968.1	4,744.6
비지배자본	112.8	119.9	125.7	131.8	138.1
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,184.7	4,942.6	5,728.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	5,225	5,447	5,650
BPS	20,341	24,226	29,427	34,877	40,531
CFPS	4,101	6,699	8,660	8,683	8,706
DPS	50	20	20	20	20
주기배수(배)					
PER	82.0	96.6	53.9	51.7	49.8
PER(최고)	98.2	106.6	74.6		
PER(최저)	59.5	36.6	46.7		
PBR	8.74	14.82	9.57	8.07	6.95
PBR(최고)	10.47	16.36	13.25		
PBR(최저)	6.34	5.61	8.29		
PSR	21.62	26.71	18.52	17.05	16.72
PCFR	43.3	53.6	32.5	32.4	32.3
EV/EBITDA	43.2	54.6	34.7	32.0	30.9
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	13.3	11.9	10.6
ROE	11.2	16.7	19.5	16.9	15.0
ROIC	11.0	17.5	18.6	20.8	23.1
매출채권회전율	1.3	1.7	1.4	1.3	1.3
재고자산회전율	4.8	5.3	5.2	5.2	5.0
부채비율	33.9	46.1	41.1	38.6	38.0
순차입금비율	-4.6	2.2	-15.5	-31.5	-47.7
이자보상배율	34.9	94.9	117.9	129.6	132.9
총차입금	495.4	774.4	774.4	774.4	774.4
순차입금	-132.5	76.1	-649.1	-1,557.8	-2,734.7
EBITDA	537.3	891.5	1,104.7	1,167.6	1,170.7
FCF	158.6	-284.4	694.4	918.9	1,178.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '셀트리온' 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

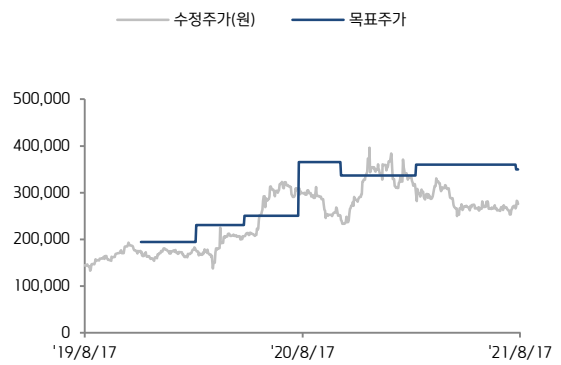
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
셀트리온	2019-11-19	Outperform (Maintain)	194,135원	6개월	-12.64	-5.91
(068270)	2020-02-20	Buy(Upgrade)	230,968원	6개월	-24.53	-23.89
	2020-02-24	Buy(Maintain)	230,968원	6개월	-25.67	-22.62
	2020-03-12	Buy(Maintain)	230,968원	6개월	-18.72	-2.64
	2020-05-11	Buy(Maintain)	250,216원	6개월	10.26	29.12
	2020-08-10	Buy(Maintain)	365,700원	6개월	-23.56	-14.61
	2020-10-20	Buy(Maintain)	336,829원	6개월	-26.42	-16.91
	2020-11-10	Buy(Maintain)	336,829원	6개월	-5.15	17.64
	2021-02-23	Outperform (Downgrade)	360,000원	6개월	-18.19	-8.19
	2021-05-13	Buy(Upgrade)	360,000원	6개월	-22.14	-8.19
	2021-08-17	Buy(Maintain)	350,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%