

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 (8/13)	275,500원
상승여력	34%

시가총액	379,960억원
총발행주식수	137,934,716주
60일 평균 거래대금	1,463억원
60일 평균 거래량	540,243주
52주 고	396,240원
52주 저	233,227원
외인지분율	20.75%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 70인 22.75%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	4.0	(9.1)
상대	8.1	2.4	(30.1)
절대(달러환산)	2.6	0.4	(7.9)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,318	0.7	-5.5	5,199	-16.9
영업이익	1,632	-10.2	-21.4	2,263	-27.9
세전계속사업이익	1,556	-13.8	-39.8	2,198	-29.2
지배순이익	1,272	-7.9	-34.3	1,762	-27.8
영업이익률 (%)	37.8	-4.6 %pt	-7.6 %pt	43.5	-5.7 %pt
지배순이익률 (%)	29.5	-2.7 %pt	-12.9 %pt	33.9	-4.4 %pt

자료: 유안타증권

2Q21 Review: 하반기를 위한 준비

매출액 4,318억원(YoY +0.7%), 영업이익 1,632억원(YoY -10.2%)

연결기준, 2분기 매출액 4,318억원(YoY +0.7%), 영업이익 1,632억원(YoY -10.2%)을 시현하였다. 매출액 및 영업이익 컨센서스 대비 각각 16.9%, 27.9% 하회하였다. 미국 램시마IV 시장 점유율 확대에 따른 수요 대응 차원에서의 생산 및 공급 확대로 매출이 증가하였으나, 원가 부담이 커지며 영업이익률은 일시적으로 하락하였다. 이는 생산 포트폴리오 조정에 따른 것으로 하반기 기존 바이오시밀러 시장 점유율 확대 및 렉키로나, 램시마SC 등 고마진 제품의 매출 확대에 따라 연간 영업이익률은 다시 높아질 것으로 예상된다. 유럽시장에서 점유율 (1Q21 기준 점유율: 램시마 52%, 트룩시마 38%, 허주마 15%)을 유지하고 있으며, 2분기 매출비중은 램시마IV 23%, 트룩시마(리툰산 바이오시밀러, 혈액암치료제) 32%, 허주마(허셉틴 바이오시밀러, 유방암치료제) 1%, 렉키로나 8%, 기타(옹역매출, 자회사매출 등) 36%였다. 별도기준으로는 매출액 3,462억원(YoY -14.4%), 영업이익 1,411억원(YoY -25.5%)을 기록하였다.

투자의견 BUY, 목표주가 37만원 유지

투자의견 BUY, 목표주가 37만원 유지하였다. 전년대비 매출액 및 영업이익이 감소하였으나 이는 생산포트폴리오 조정에 따른 일시적 효과라고 판단되며, 하반기 회복가능할 것으로 보인다. 하반기는 기존 바이오시밀러 시장 수요 견조 및 렉키로나, 램시마SC 등 고 부가가치 제품군 매출이 늘어나면 이익률은 높아질 것으로 전망된다. 코로나치료제 렉키로나주는 1,315명을 대상으로 한 글로벌 임상 3상 결과에서 안전성 및 유효성을 입증하였다. 하반기 유럽허가, 미국허가 과정에 대한 논의결과, 기타국에 대한 허가 등의 결과가 순차적으로 나올 수 있을 것으로 보인다. 코로나치료제 렉키로나주는 8월 5일 기준 국내 8,610명의 환자에게 투여 완료되었다.

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	11,285	18,491	19,095	21,426
영업이익	3,781	7,121	8,165	9,993
지배순이익	2,976	5,113	6,601	7,734
PER	82.3	67.3	57.6	49.1
PBR	8.7	10.2	10.2	8.4
EV/EBITDA	45.0	38.3	36.9	31.1
ROE	11.2	16.7	18.8	18.9

자료: 유안타증권

[표 1] 셀트리온 실적 현황(연결 기준)

(단위: 억원)

	2Q21P	QoQ	1Q21	YoY	2Q20
매출액	4,318	-5.5%	4,570	0.7%	4,288
영업이익	1,632	-21.4%	2,077	-10.2%	1,818
세전이익	1,556	-39.8%	2,584	-13.8%	1,806
당기순이익	1,295	-34.3%	1,972	-6.5%	1,386

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

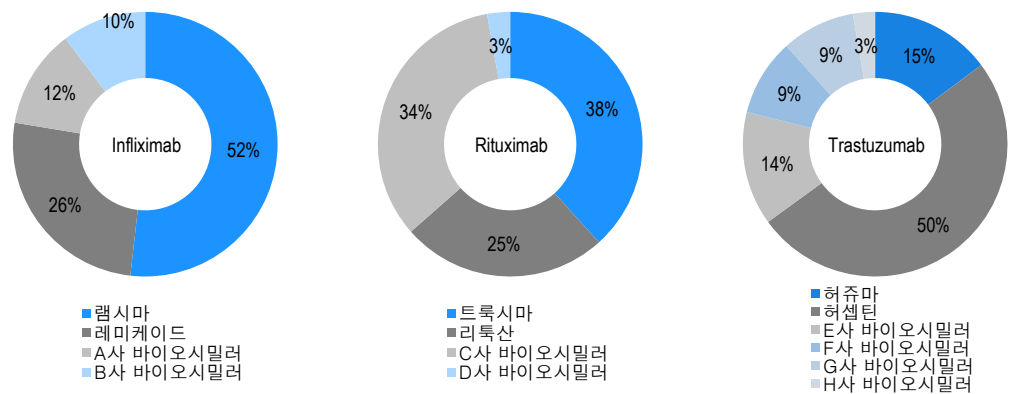
[표 2] 셀트리온 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	3,728	4,288	5,488	4,987	4,570	4,318	4,905	5,302	18,491	19,095	21,426
YoY	68.2%	82.5%	89.9%	30.3%	22.6%	0.7%	-10.6%	6.3%	63.9%	3.3%	12.2%
영업이익	1,202	1,818	2,453	1,647	2,077	1,632	2,256	2,200	7,121	8,165	9,993
YoY	55.4%	118.1%	137.8%	44.3%	72.7%	-10.2%	-8.0%	33.6%	88.4%	14.7%	22.4%
영업이익률	32.2%	42.4%	44.7%	33.0%	45.4%	37.8%	46.0%	41.5%	38.5%	42.8%	46.6%
세전순이익	1,384	1,806	2,310	1,007	2,584	1,556	2,219	2,165	6,507	8,524	9,909
YoY	70.1%	110.7%	116.3%	-3.8%	86.7%	-13.8%	-3.9%	115.0%	71.9%	31.0%	16.2%
당기순이익	1,053	1,474	1,978	675	1,972	1,295	1,753	1,710	5,181	6,731	7,886
YoY	67.1%	88.3%	221.2%	-28.9%	87.3%	-12.1%	-11.4%	153.2%	73.9%	29.9%	17.2%

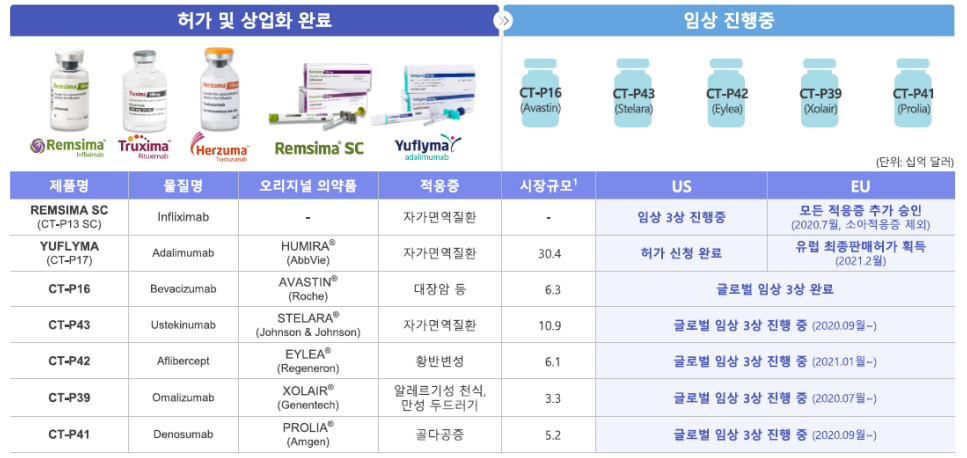
자료: 셀트리온(연결기준), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 바이오시밀러 유럽 시장 점유율(2021년 1분기)



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 바이오시밀러 개발 현황



자료: 셀트리온

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	11,285	18,491	19,095	21,426	22,885
매출원가	4,984	8,279	7,508	7,827	8,467
매출총이익	6,300	10,212	11,587	13,600	14,417
판매비	2,520	3,091	3,422	3,607	3,547
영업이익	3,781	7,121	8,165	9,993	10,870
EBITDA	5,373	8,915	10,218	11,832	12,476
영업외손익	5	-614	359	-84	6
외환관련손익	5	-227	0	0	0
이자손익	12	-18	9	71	161
관계기업관련손익	-5	26	-20	-20	-20
기타	-7	-395	370	-134	-134
법인세비용차감전순손익	3,786	6,507	8,524	9,909	10,876
법인세비용	806	1,314	1,794	2,023	2,220
계속사업순손익	2,980	5,192	6,730	7,886	8,656
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,980	5,192	6,730	7,886	8,656
지배지분순이익	2,976	5,113	6,601	7,734	8,489
포괄순이익	2,912	5,225	6,995	8,152	8,921
지배지분포괄이익	2,906	5,148	6,865	7,999	8,754

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,740	3,507	8,912	10,136	12,363
당기순이익	2,980	5,192	6,730	7,886	8,656
감가상각비	484	577	572	517	465
외환손익	28	142	-78	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	-26	20	20	20
자산부채의 증감	-227	-5,063	-457	-375	1,316
기타현금흐름	1,471	2,686	2,125	2,086	1,906
투자활동 현금흐름	-2,514	-4,720	-360	94	94
투자자산	-279	31	101	100	100
유형자산 증가 (CAPEX)	-943	-870	-106	0	0
유형자산 감소	26	10	0	0	0
기타현금흐름	-1,318	-3,891	-355	-6	-6
재무활동 현금흐름	-859	2,660	1,972	2,594	2,594
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-170	0	0
자본	186	194	16	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,045	2,466	2,126	2,594	2,594
연결범위변동 등 기타	-10	-66	-6,152	-3,553	-4,116
현금의 증감	1,356	1,382	4,372	9,270	10,934
기초 현금	4,105	5,461	6,843	11,215	20,485
기말 현금	5,461	6,843	11,215	20,485	31,420
NOPLAT	3,781	7,121	8,165	9,993	10,870
FCF	3,797	2,637	8,806	10,136	12,363

자료: 유안타증권

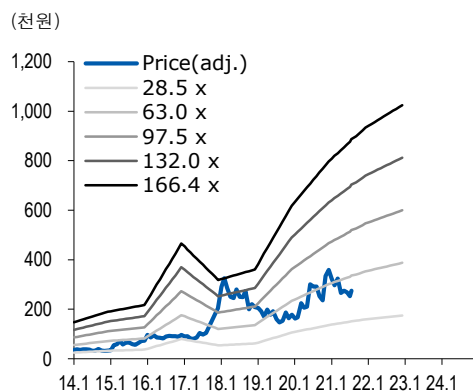
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	17,873	25,177	31,254	41,729	53,989
현금및현금성자산	5,461	6,843	11,215	20,485	31,420
매출채권 및 기타채권	8,267	13,157	14,358	15,258	16,262
재고자산	3,089	3,856	4,417	4,722	5,043
비유동자산	21,064	25,299	23,685	21,725	19,999
유형자산	9,236	9,463	8,996	8,478	8,014
관계기업등 지분관련자산	478	480	359	238	118
기타투자자산	176	313	231	231	231
자산총계	38,937	50,477	54,939	63,455	73,988
유동부채	6,572	10,568	11,439	11,672	13,717
매입채무 및 기타채무	2,242	3,002	4,373	4,607	6,651
단기차입금	2,980	4,370	4,336	4,336	4,336
유동성장기부채	520	1,320	1,316	1,316	1,316
비유동부채	3,295	5,358	5,240	5,240	5,240
장기차입금	1,395	1,999	1,872	1,872	1,872
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,867	15,925	16,679	16,912	18,957
지배지분	27,942	33,353	36,956	44,955	53,444
자본금	1,283	1,350	1,379	1,379	1,379
자본잉여금	8,022	8,286	8,301	8,301	8,301
이익잉여금	19,969	25,020	28,607	36,341	44,829
비지배지분	1,128	1,199	1,304	1,587	1,587
자본총계	29,070	34,552	38,260	46,542	55,031
순차입금	-1,347	737	-3,854	-13,124	-24,059
총차입금	4,932	7,720	7,552	7,552	7,552

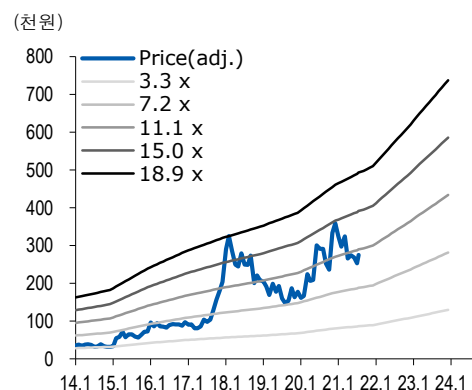
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,166	3,714	4,786	5,607	6,154
BPS	20,522	24,446	27,052	32,907	39,121
EBITDAPS	4,190	6,609	7,408	8,578	9,045
SPS	8,223	13,442	13,843	15,534	16,591
DPS	0	0	0	0	0
PER	82.3	67.3	57.6	49.1	44.8
PBR	8.7	10.2	10.2	8.4	7.0
EV/EBITDA	45.0	38.3	36.9	31.1	28.7
PSR	21.7	18.6	19.9	17.7	16.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	14.9	63.9	3.3	12.2	6.8
영업이익 증가율 (%)	11.6	88.4	14.7	22.4	8.8
지배순이익 증가율 (%)	13.6	71.8	29.1	17.2	9.8
매출총이익률 (%)	55.8	55.2	60.7	63.5	63.0
영업이익률 (%)	33.5	38.5	42.8	46.6	47.5
지배순이익률 (%)	26.4	27.7	34.6	36.1	37.1
EBITDA 마진 (%)	47.6	48.2	53.5	55.2	54.5
ROIC	10.8	17.6	17.7	22.1	25.1
ROA	8.0	11.4	12.5	13.1	12.4
ROE	11.2	16.7	18.8	18.9	17.3
부채비율 (%)	33.9	46.1	43.6	36.3	34.4
순차입금/자기자본 (%)	-4.8	2.2	-10.4	-29.2	-45.0
영업이익/금융비용 (배)	34.9	94.9	99.6	100.6	109.4

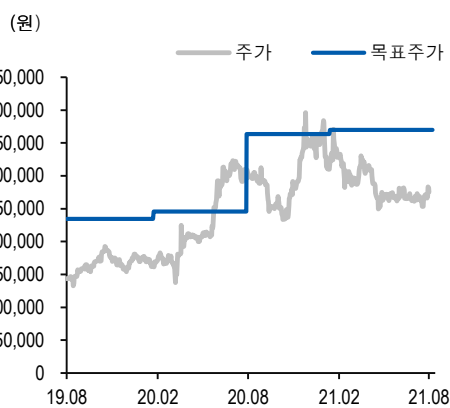
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-17	BUY	370,000	1년		
2021-05-09	1년 경과 이후		1년	-26.05	-22.11
2020-08-10	BUY	363,343	1년	-20.31	9.05
2020-05-09	1년 경과 이후		1년		
2019-05-09	BUY	234,490	1년	-25.82	-4.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-15

※해의 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.