기업브리프

☑ 이슈 점검

키움증권

2022. 3. 14.

셀트리온 (068270)

4년만에 감리 불확실성 해소

Buy(Maintain)

목표주가: 230,000원

주가(3/11): 173,000원

시가총액: 238,663억 원

제약바이오 Analyst 허혜민

hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/11)		2,661.28pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	324,380 원	147,500원
등락률	-46.7%	17.3%
수익률	절대	상대
1M	9.1%	12.7%
6M	-32.7%	-20.9%
1Y	-40.7%	-31.9%

Company Data

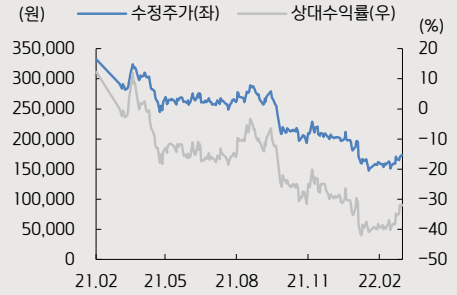
발행주식수		137,956 천주
일평균 거래량(3M)		731천주
외국인 지분율		20.3%
배당수익률(2021E)		0.4%
BPS(2021E)		28,010원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 70 인	22.4%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,128.5	1,849.1	1,911.6	2,409.1
영업이익	378.1	712.1	752.5	860.8
EBITDA	537.3	891.5	972.1	1,093.1
세전이익	378.6	650.7	746.9	858.0
순이익	298.0	519.2	591.4	669.3
지배주주지분순이익	297.6	511.3	575.1	650.8
EPS(원)	2,126	3,645	4,091	4,626
증감률(%,YoY)	13.3	71.4	12.2	13.1
PER(배)	82.1	96.7	48.4	37.4
PBR(배)	8.75	14.83	7.07	5.40
EV/EBITDA(배)	43.2	54.6	27.7	21.4
영업이익률(%)	33.5	38.5	39.4	35.7
ROE(%)	11.2	16.7	15.8	15.4
순차입금비율(%)	-4.6	2.2	-12.7	-12.8

자료: 키움증권

Price Trend



4년(47개월)만에 감리 불확실성이 해소되었습니다. 조치 사항으로는 과징금 및 감사인지정 등이 있으며, 이는 고의성에 의한 검찰 조치 및 매매거래 정지를 우려했던 사항 대비 서프라이즈한 결과로 주가의 반등이 예상됩니다. 향후 합병 추진 여부와 펀더멘털 개선에 따라 추가 상승 여력이 발생할 것으로 전망됩니다.

>>> 과징금 등으로 종료된 감리 이슈

3/11일 증선위 회의에서 감리 결과를 발표하였다. 조치 사항으로는 1) 과징금, 2) 감사인지정 2년, 3) 내부통제 개선권고, 4) 시정 요구였다. 시장에서 **우려하는 고의성에 의한 검찰 고발 및 매매거래 정지를 피한 서프라이즈** 소식이며 결과 발표 시기도 예상보다 빨랐다. 지적 사항은 다음과 같다.

(1) 개발비 과대계상.

GMP 기준 의약품 이동 품질 테스트에 대한 재고자산의 개발비 인식

212억원('17), 366억원('18), 312억원('19), 258억원('20)

→ 과거 재무제표 수정 예상.

(2) 특수관계자 주석 미기재

재고교환 거래를 특수관계자 거래 주석에 기재하지 않았음.

→ 경미한 실수로 판단됨.

(3) 종속기업 재고자산평가손실 미계상

셀트리온 제약의 판매 불가능한 재고자산 평가손실 인식하지 않음.

130억원('16).

→ 항체 재고 기간 DS 60개월 DP 48개월로 긴 유효기간에 대한 인식 차이. *유럽 EMA 기준

(4) 기술적 실현가능성이 낮은 개발비 과대계상

'09년~'17년 전임상 비용의 개발비 인식

→ '18.9월 제약바이오 기업 개발비 회계 처리 지침에 따라 주석 수정하여 반영.

>>> 남은 변수는 합병

4년(47개월)만에 감리 불확실성이 과징금 등으로 종료로 주가 반등이 예상된다. **주가 반등 이후, 관전 포인트는 합병 이슈와 펀더멘털 개선에 의한 추가 상승** 여력의 유무이다. 이번 감리 이슈로 인하여 사업/경영 투명성과 기업 지배구조 개선의 중요도가 높아지고 있어 **합병 추진에 대한 시장 기대감**이 높아질 수 있다. 다만, 자본시장법 시행령 규정에 따라 합병 이사회 개최일 1개월 전 자사주 취득을 할 수 없다. 동사는 지난 2월 800억원(50만주)의 자사주 취득 결정을 한 바 있다(취득예상기간 2/22~5/21일). 지난 1월에도 동사는 약 1,000억원 규모의 자사주 취득 공시를 하였으며, 취득예상기간인 4/10일보다 앞서 한달만의(2/21일) 평균 16만원에 54.7만주(1.1%)를 취득한 바 있다. 동사에 대한 투자의견 감리 불확실성이 해소됨에 따라 최선호주로 추천한다.

감리 절차 현황

2018.4월		2018.12월		2021.11월		2022.3월
금융감독원, 제약바이오 10곳 감리 착수. (셀트리온 포함)	▶	YTN 단독 보도. 분식 의혹 금감원 조사 및 감리 착수	▶	감리위원회 포함 총 19차례 임시회의 개최	▶	증선위 개최. 고의성 無. 과징금 등 조치

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

자사주 취득 현황

취득 결정일	취득예상기간	취득 완료일	1 주당 취득가액(원)	취득가액(억원)	지분율
2022.1.10	2022.1.11~ 2022.4.10	2022.1.11~ 2022.2.17	160,299	878 억원	1.09%
2022.2.21	2022.2.22~ 2022.5.21	-	-	예정 금액 800 억원	-

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

2022년 사업 환경

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황

	제품명	오리지널 의약품	개발 현황		4Q21 Key Updates
			US	EU	
자가면역질환	Remsima Infliximab	REMICADE®	허가 획득 (2016.4월)	허가 획득 (2013.8월)	✓ 2021년 12월, 임상 1상 개시 피험자 300명 대상 약동학 및 안전성 비교 임상
	Remsima SC	-	임상 3상 (2019.07월~)	허가 획득 (2019.11월)	
	Yuflyma adalimumab	HUMIRA®	허가 신청 (2020.11월)	허가 획득 (2021.2월)	
	CT-P43	STELARA®	임상 3상 (2020.9월~)		✓ 적응증 RA 90%, 거대세포 동맥염 9%, 기타 1% ✓ 시장성 2020년 연간 매출 35조원 최근 5년 글로벌 매출 연평균 성장률 16% ✓ 개발 전략 IL-6 억제제로 류마티스 관절염 포트폴리오 강화
	CT-P47	ACTEMRA®	임상 1상 개시 (2021. 12월~)		
항암제	Truxima Rituximab	RITUXAN®	허가 획득 (2018.11월)	허가 획득 (2017.2월)	
	Herzuma Trastuzumab	HERCEPTIN®	허가 획득 (2018.12월)	허가 획득 (2018.2월)	
	CT-P16	AVASTIN®	허가 신청 (2021.10월)	허가 신청 (2021.10월)	
기타 적응증	CT-P42 (황반변성)	EYLEA®	임상 3상 (2020.11월~)		
	CT-P39 (천식, 두드러기)	XOLAIR®	임상 3상 (2020.7월~)		
	CT-P41 (골다공증)	PROLIA®	임상 3상 (2021.1월~)		

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

향후 출시 제품

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	1,911.6	2,409.1	2,440.3
매출원가	498.4	827.9	810.2	1,202.4	1,218.0
매출총이익	630.0	1,021.2	1,101.4	1,206.7	1,222.3
판관비	252.0	309.1	348.9	345.9	350.4
영업이익	378.1	712.1	752.5	860.8	871.9
EBITDA	537.3	891.5	972.1	1,093.1	1,078.2
영업외손익	0.5	-61.4	-5.5	-2.8	15.3
이자수익	12.1	5.7	4.4	4.7	22.8
이자비용	10.8	7.5	8.2	8.2	8.2
외환관련이익	9.4	19.2	47.1	29.6	29.6
외환관련손실	8.9	41.9	14.2	12.2	12.2
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타	-0.8	-39.5	-31.0	-13.1	-13.1
법인세차감전이익	378.6	650.7	746.9	858.0	887.3
법인세비용	80.6	131.4	155.5	188.8	195.2
계속사업순손익	298.0	519.2	591.4	669.3	692.1
당기순이익	298.0	519.2	591.4	669.3	692.1
지배주주순이익	297.6	511.3	575.1	650.8	673.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.9	63.9	3.4	26.0	1.3
영업이익 증감율	11.6	88.3	5.7	14.4	1.3
EBITDA 증감율	15.4	65.9	9.0	12.4	-1.4
지배주주순이익 증감율	13.7	71.8	12.5	13.2	3.4
EPS 증감율	13.3	71.4	12.2	13.1	3.4
매출총이익율(%)	55.8	55.2	57.6	50.1	50.1
영업이익률(%)	33.5	38.5	39.4	35.7	35.7
EBITDA Margin(%)	47.6	48.2	50.9	45.4	44.2
지배주주순이익률(%)	26.4	27.7	30.1	27.0	27.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,076.9	3,865.1	4,632.2
현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,188.3	1,256.9	1,978.7
단기금융자산	81.7	14.0	74.0	81.4	89.6
매출채권 및 기타채권	826.7	1,315.7	1,121.9	1,927.3	1,952.2
재고자산	308.9	385.6	580.4	481.8	488.1
기타유동자산	23.9	118.1	112.3	117.7	123.6
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,620.5	2,405.5	2,216.6
투자자산	65.5	79.4	89.3	106.6	123.9
유형자산	923.6	946.3	950.4	888.7	833.4
무형자산	1,040.0	1,430.5	1,512.4	1,341.8	1,190.9
기타비유동자산	77.3	73.7	68.4	68.4	68.4
자산총계	3,893.7	5,047.7	5,697.3	6,270.6	6,848.8
유동부채	657.2	1,056.8	1,210.5	1,199.3	1,172.9
매입채무 및 기타채무	224.2	300.2	309.5	298.3	271.9
단기금융부채	352.3	571.4	569.6	569.6	569.6
기타유동부채	80.7	185.2	331.4	331.4	331.4
비유동부채	329.5	535.8	413.3	413.3	413.3
장기금융부채	143.1	203.0	174.8	174.8	174.8
기타비유동부채	186.4	332.8	238.5	238.5	238.5
부채총계	986.7	1,592.5	1,623.7	1,612.5	1,586.2
지배지분	2,794.2	3,335.3	3,940.4	4,506.5	5,091.9
자본금	128.3	135.0	137.9	140.7	140.7
자본잉여금	802.2	828.6	857.2	857.2	857.2
기타자본	-136.3	-136.6	-154.5	-154.4	-154.4
기타포괄손익누계액	3.0	6.3	25.0	44.2	63.4
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,074.8	3,618.8	4,185.1
비지배지분	112.8	119.9	133.1	151.6	170.7
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,073.6	4,658.1	5,262.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	911.2	260.0	918.4
당기순이익	298.0	519.2	591.4	669.3	692.1
비현금항목의 가감	264.9	402.3	457.2	508.2	470.4
유형자산감가상각비	48.4	57.7	62.0	61.7	55.3
무형자산감가상각비	110.9	121.7	157.7	170.6	150.9
지분법평가손익	-5.5	-2.6	-5.0	-3.6	-3.6
기타	111.1	225.5	242.5	279.5	267.8
영업활동자산부채증감	-22.7	-506.3	-1.5	-725.0	-63.5
매출채권및기타채권의감소	-7.5	-536.8	109.3	-805.3	-25.0
재고자산의감소	-174.3	-128.8	-268.9	98.6	-6.2
매입채무및기타채무의증가	22.1	-7.8	44.1	-11.2	-26.4
기타	137.0	167.1	114.0	-7.1	-5.9
기타현금흐름	-66.2	-64.5	-135.9	-192.5	-180.6
투자활동 현금흐름	-251.4	-472.0	-355.8	-16.9	-17.7
유형자산의 취득	-94.3	-87.0	-63.4	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-191.5	-452.9	-230.4	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	-11.3	-13.5	-20.9	-20.9
단기금융자산의감소(증가)	40.2	67.6	-60.0	-7.4	-8.1
기타	10.6	10.6	11.5	11.4	11.3
재무활동 현금흐름	-85.9	266.0	-69.3	-19.3	-23.6
차입금의 증가(감소)	0.0	-52.0	-132.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	18.6	19.4	21.5	2.7	0.0
자기주식처분(취득)	-58.2	-15.9	-39.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	-102.5	-104.0
기타	-46.3	314.5	80.3	80.5	80.4
기타현금흐름	-1.0	-6.6	18.0	-155.3	-155.3
현금 및 현금성자산의 순증가	135.6	138.2	504.0	68.5	721.9
기초현금 및 현금성자산	410.5	546.1	684.3	1,188.3	1,256.9
기말현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,188.3	1,256.9	1,978.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,126	3,645	4,091	4,626	4,783
BPS	19,946	23,755	28,010	32,032	36,193
CFPS	4,022	6,569	7,459	8,369	8,263
DPS	50	20	770	770	770
주가배수(배)					
PER	82.1	96.7	48.4	37.4	36.2
PER(최고)	98.3	106.7	93.6		
PER(최저)	59.5	36.6	46.4		
PBR	8.75	14.83	7.07	5.40	4.78
PBR(최고)	10.48	16.37	13.67		
PBR(최저)	6.35	5.62	6.78		
PSR	21.64	26.73	14.56	10.10	9.97
PCFR	43.4	53.6	26.5	20.7	20.9
EV/EBITDA	43.2	54.6	27.7	21.4	21.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	17.3	15.5	15.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
ROA	8.0	11.6	11.0	11.2	10.6
ROE	11.2	16.7	15.8	15.4	14.0
ROIC	11.0	17.5	14.3	17.1	16.6
매출채권회전율	1.3	1.7	1.6	1.6	1.3
재고자산회전율	4.8	5.3	4.0	4.5	5.0
부채비율	33.9	46.1	39.9	34.6	30.1
순차입금비율	-4.6	2.2	-12.7	-12.8	-25.2
이자보상배율	34.9	94.9	91.3	104.5	105.8
총차입금	495.4	774.4	744.4	744.4	744.4
순차입금	-132.5	76.1	-518.0	-594.0	-1,324.0
EBITDA	537.3	891.5	972.1	1,093.1	1,078.2
FCF	158.6	-284.4	455.9	178.7	822.9

자료 : 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 3월 11일 현재 '셀트리온(068270)' 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

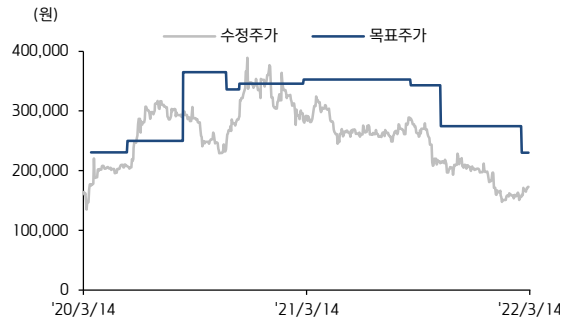
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
셀트리온 (068270)	2020-03-12	Buy(Maintain)	230,496 원	6 개월	-17.67	-4.24
	2020-05-11	Buy(Maintain)	249,704 원	6 개월	8.44	26.99
	2020-08-10	Buy(Maintain)	364,952 원	6 개월	-24.82	-16.02
	2020-10-20	Buy(Maintain)	336,140 원	6 개월	-27.63	-18.28
	2020-11-10	Buy(Maintain)	345,744 원	6 개월	-5.24	12.48
	2021-02-23	Outperform(Downgrade)	352,800 원	6 개월	-11.61	10.23
	2021-05-13	Buy(Upgrade)	352,800 원	6 개월	-25.32	-21.27
	2021-08-17	Buy(Maintain)	343,000 원	6 개월	-22.29	-18.73
	2021-08-24	Buy(Maintain)	343,000 원	6 개월	-21.65	-15.73
	2021-10-05	Outperform(Downgrade)	274,400 원	6 개월	-30.26	-16.66
	2022-02-28	Buy(Upgrade)	230,000 원	6 개월	-30.65	-30.65
	2022-03-14	Buy(Maintain)	230,000 원	6 개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%