

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sksec.co.kr

02-3773-9952

Company Data

자본금	1,407 억원
발행주식수	13,792 만주
자사주	288 만주
액면가	1,000 원
시가총액	277,313 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외75)	22.81%
국민연금공단	6.26%
외국인지분률	20.70%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(22/08/05)	197,000 원
KOSPI	2490.8 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	289,046 원
52주 최저가	141,000 원
60일 평균 거래대금	790 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.7%	1.2%
6개월	24.3%	37.2%
12개월	-25.4%	-1.9%

셀트리온 (068270/KS | 매수(유지) | T.P 300,000 원(상향))

바이오의약품 매출비중 상승으로 2022 년 2 분기 어닝 서프라이즈 시현!

- 2022 년 2 분기 영업이익 1,990 억원(+21.9%Yo) 시현으로 시장 컨센서스를 상회
- 램시마의 고성장세에 따른 원가개선, 다케다 매출인식이 실적성장세를 견인
- 2022 년 하반기에는 램시마SC 성장에 따른 이익개선세가 예상
- 리뉴얼된 TI제품 출시로 인한 GPM 개선, 신제품 출시로 장기 성장세 가능할 전망
- 목표주가 300,000 원으로 상향조정, 투자의견 매수 유지하며 최선호주 추천

2022 년 2 분기 실적 Review

동사의 2022 년 2 분기 실적은 매출액 5,961 억원(+38.1%YoY), 영업이익 1,990 억원(+21.9%YoY, OPM 33.4%) 기록, 시장 컨센서스를 13.4% 상회하는 어닝 서프라이즈를 시현하였다. 이익성장의 원인은 1) 램시마IV 의 미국 고성장세, 2) 램시마IV 의 1 공장 생산분 판매로 매출총이익률이 전분기 대비 4.7%p 개선, 3) 다케다 제약 인수 제품 매출인식 되면서 케미칼 매출이 성장세를 견인하였기 때문이다.

2022 년 하반기에도 램시마SC 성장세에 따른 이익 개선세 전망

하반기에는 고마진 제품인 램시마SC 에 대한 기대가 높다. 현재 유럽에서 가파르게 증가하며 램시마 유럽 시장점유율이 전분기대비 0.6%p 상승한 52.3%(1Q22)를 기록, 미국에서는 전분기대비 3.3%p 상승한 30.8%(1Q22)를 기록, 하반기에도 점유율 상승에 따른 이익 증가세가 예상된다. 지난 6 월 EULAR 학회에서 램시마SC 에 대한 임상3 상 결과가 공개, 오리지널 대비 비열등성과 치료 효율성을 확인, 기대감이 크다.

목표주가 300,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

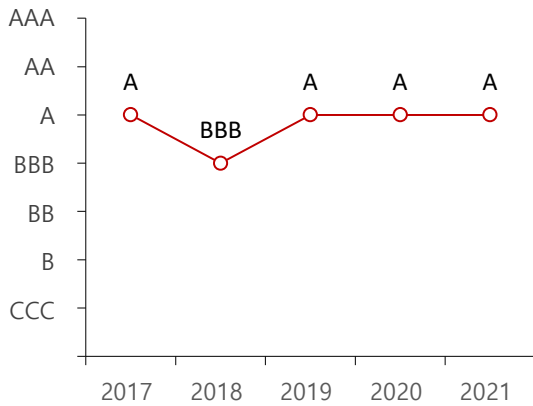
이번 실적발표를 토대로 동사의 2022 년, 2023 년 영업이익을 각각 8.8%, 8.0% 상향하고 이에 따라 EPS 는 각각 8.8%, 12.6% 상향 조정되었다. 이번 실적 상향조정과 기존 적용 multiple 에서 30% 할인을 제거, 55 배를 적용하여 기존 목표주가 210,000 원에서 40% 상향한 300,000 원으로 상향 조정, 투자의견 매수를 유지한다. 기존 제품에서 리뉴얼된 TI(Titer Improvement) 출시에 따른 원가개선, 하반기 아바스틴 유럽 출시를 시작으로 스텔라라, 아일리아 바이오시밀러 등 신제품 출시 긍정적, 최선호주로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	11,285	18,491	19,116	23,146	27,051	29,948
yoy	%	14.9	63.9	3.4	21.1	16.9	10.7
영업이익	억원	3,815	7,186	7,569	8,137	9,874	11,530
yoy	%	18.1	88.3	5.3	7.5	21.4	16.8
EBITDA	억원	5,353	8,924	9,710	10,421	12,189	13,851
세전이익	억원	3,820	6,572	7,513	8,656	10,401	12,081
순이익(지배주주)	억원	3,010	5,178	5,795	7,068	8,502	9,879
영업이익률%	%	33.8	38.9	39.6	35.2	36.5	38.5
EBITDA%	%	47.4	48.3	50.8	45.0	45.1	46.3
순이익률	%	26.7	28.4	31.2	30.7	31.5	33.1
EPS(계속사업)	원	2,151	3,691	4,122	5,022	6,041	7,019
PER	배	81.1	95.5	48.0	39.2	32.6	28.1
PBR	배	8.9	15.0	7.1	6.4	5.5	4.6
EV/EBITDA	배	45.5	55.7	27.8	26.1	21.9	18.8
ROE	%	11.5	17.1	16.0	17.1	18.0	17.8
순차입금	억원	-1,285	1,004	-5,180	-6,671	-11,578	-18,384
부채비율	%	34.4	46.5	40.1	40.5	37.7	34.1

ESG 하이라이트

셀트리온의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
셀트리온 종합 등급	A	C-	25.2
환경(Environment)	52.1	D	8.5
사회(Social)	52.3	C-	36.8
지배구조(Governance)	51.2	C	51.8
<비교업체 종합 등급>			
삼성바이오로직스	A	B-	27.7
셀트리온헬스케어	BBB	D	22.5
SK 바이오사이언스	#N/A	NA	NA
에스티팜	BBB	NA	NA
바이넥스	BB	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 셀트리온 ESG 평가

지배구조 개선을 위해 3사 합병을 발표하였다. 아직 구체적인 시기는 나오지 않았으나 지배구조 개선을 위해 노력하고 있다.

자료: SK 증권

셀트리온의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

셀트리온의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.14	지배구조 (Governance)	셀트리온 3사 합병 소식 등 주가 하락에 소액주주 단체 항의
2021.2.25	지배구조 (Governance)	송도 기숙사 땅 특허 의혹 인천경제청 압수수색... 셀트리온 컨소시엄 연관
2021.2.18	사회 (Social)	서정진 명예회장 직접 해명 나섰지만 렉키로나주 치료제 효능 논란
2020.11.13	지배구조 (Governance)	상위 10대 집단 내부거래 5년간 증가. '19년 내부거래 비율 셀트리온 가장 높아
2020.9.23	지배구조 (Governance)	서정진 셀트리온 회장, 증여세 132억 반환소송 2심도 패소
2020.1.15	지배구조 (Governance)	사외이사 임기 6년 제한 개정안 강행 셀트리온 전원 교체 대상

자료: 주요 언론사, SK 증권

셀트리온의 2022년 2분기 실적 Review

(억원, %)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P		증감율		컨센서스 차이
					추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,317.7	4,009.6	6,219.1	5,506.0	5,961.0	5,227.0	38.1	8.3	14.0
영업이익	1,632.1	1,639.8	2,199.8	1,422.8	1,989.7	1,754.0	21.9	39.8	13.4
세전이익	1,556.2	1,876.4	1,475.7	1,407.2	2,267.9	1,742.0	45.7	61.2	30.2
순이익	1,295.4	1,404.3	1,265.5	1,212.4	1,840.4	1,459.0	42.1	51.8	26.1
영업이익률	37.8	40.9	35.4	25.8	33.4	33.6			
세전이익률	36.0	46.8	23.7	25.6	38.0	33.3			
순이익률	30.0	35.0	20.3	22.0	30.9	27.9			

자료 : SK 증권 추정치

셀트리온의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	23,146	27,051	29,948	21,524	25,051	29,848	7.5	8.0	0.3
영업이익	8,137	9,874	11,530	7,480	9,144	11,491	8.8	8.0	0.3
세전이익	8,656	10,401	12,081	7,569	9,244	11,614	14.4	12.5	4.0
순이익	7,095	8,529	9,906	6,522	7,580	9,523	8.8	12.5	4.0
EPS	5,022	6,041	7,019	4,614	5,367	6,747	8.8	12.6	4.0
영업이익률	35.2	36.5	38.5	34.7	36.5	38.5	0.4	0.0	0.0

자료 : SK 증권 추정치

셀트리온의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,569.7	4,317.7	4,009.6	6,219.1	5,506.0	5,961.0	5,245.0	6,434.0	18,491.2	19,116.0	23,146.0	27,051.0
영업이익	2,096.9	1,632.1	1,639.8	2,199.8	1,422.8	1,989.7	2,150.5	2,573.6	7,185.8	7,568.6	8,136.5	9,873.6
세전이익	2,604.8	1,556.2	1,876.4	1,475.7	1,407.2	2,267.9	2,285.5	2,695.6	6,571.5	7,513.1	8,656.2	10,401.1
순이익	1,992.6	1,295.4	1,404.3	1,265.5	1,212.4	1,840.4	1,854.7	2,187.5	5,257.0	5,957.8	7,095.0	8,528.9
성장률YoY(%)												
매출액	22.6	0.7	-26.9	24.7	20.5	38.1	30.8	3.5	63.9	3.4	21.1	16.9
영업이익	74.4	-10.2	-33.1	28.5	-32.1	21.9	31.1	17.0	88.3	5.3	7.5	21.3
세전이익	88.2	-13.8	-18.8	-81.3	-46.0	45.7	21.8	82.7	72.0	14.3	15.2	20.2
순이익	89.2	-6.5	-20.1	19.4	-39.2	42.1	32.1	72.9	74.4	13.3	19.1	20.2
수익률(%)												
영업이익	45.9	37.8	40.9	35.4	25.8	33.4	41.0	40.0	38.9	39.6	35.2	36.5
세전이익	57.0	36.0	46.8	23.7	25.6	38.0	43.6	41.9	35.5	39.3	37.4	38.4
순이익	43.6	30.0	35.0	20.3	22.0	30.9	35.4	34.0	28.4	31.2	30.7	31.5

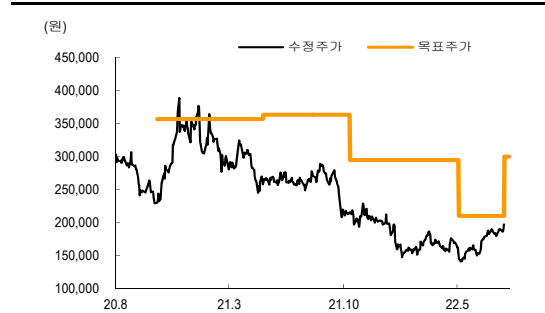
자료 : SK 증권 추정치

셀트리온의 Valuation Table

구분	내용	비고
12개월 Forward EPS(원)	5,531	
적용PER(배)	55.0	셀트리온 과거 5년 평균 PER
주당가치(원)	304,220	
목표주가(원)	300,000	
현재주가(원)	197,000	
상승여력(%)	52.3	

자료 : 셀트리온, SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.08.08	매수	300,000원	6개월		
2022.05.13	매수	210,000원	6개월	-19.30%	-6.19%
2021.10.22	매수	294,444원	6개월	-38.27%	-22.33%
2021.08.17	매수	363,148원	6개월	-21.44%	7.09%
2021.05.13	매수	363,148원	6개월	-19.61%	7.09%
2020.11.10	매수	356,615원	6개월	-14.26%	9.05%
2020.10.27	매수	356,615원	6개월	-30.16%	-22.97%



Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 8월 8일 기준)

매수	93.8%	중립	6.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	25,165	30,745	35,879	44,317	53,701
현금및현금성자산	6,843	11,883	13,545	18,267	24,879
매출채권및기타채권	13,155	11,214	13,578	15,869	17,568
재고자산	3,843	5,781	6,999	8,180	9,056
비유동자산	25,036	25,997	26,929	27,659	28,365
장기금융자산	313	244	246	246	246
유형자산	9,463	9,504	8,924	8,415	7,963
무형자산	14,042	14,916	15,742	16,274	16,749
자산총계	50,201	56,741	62,807	71,976	82,066
유동부채	10,568	12,105	13,305	14,465	15,286
단기금융부채	5,958	5,696	5,545	5,395	5,245
매입채무 및 기타채무	1,538	1,497	1,813	2,119	2,346
단기충당부채	26	38	47	54	60
비유동부채	5,358	4,133	4,809	5,250	5,572
장기금융부채	2,030	1,748	1,721	1,701	1,681
장기매입채무 및 기타채무	159	140	140	140	140
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,925	16,237	18,115	19,715	20,858
지배주주지분	33,077	39,172	43,379	50,920	59,839
자본금	1,350	1,379	1,407	1,407	1,407
자본잉여금	8,277	8,563	8,573	8,573	8,573
기타자본구성요소	-1,366	-1,545	-3,465	-3,465	-3,465
자기주식	-1,918	-2,257	-4,232	-4,232	-4,232
이익잉여금	24,753	30,525	36,541	44,008	52,853
비지배주주지분	1,199	1,331	1,314	1,341	1,369
자본총계	34,276	40,504	44,693	52,262	61,208
부채외자본총계	50,201	56,741	62,807	71,976	82,066

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	3,507	9,112	5,845	8,295	10,177
당기순이익(손실)	5,257	5,958	7,095	8,529	9,906
비현금성항목등	3,968	4,517	3,436	3,660	3,945
유형자산감가상각비	577	620	620	544	492
무형자산감가상각비	1,162	1,522	1,664	1,771	1,829
기타	783	910	-210	-380	-380
운전자본감소(증가)	-5,073	-4	-2,577	-2,022	-1,500
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-5,368	1,093	-1,687	-2,291	-1,699
재고자산감소(증가)	-1,297	-2,678	-1,398	-1,181	-876
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-78	441	-3,354	306	227
기타	1,671	1,140	3,861	1,144	849
법인세납부	-644	-1,359	-2,109	-1,872	-2,174
투자활동현금흐름	-4,720	-3,558	-2,173	-2,291	-2,285
금융자산감소(증가)	556	-361	-76	-15	-25
유형자산감소(증가)	-861	-634	-30	-35	-40
무형자산감소(증가)	-4,529	-2,304	-2,304	-2,304	-2,304
기타	114	-260	236	63	84
재무활동현금흐름	2,660	-693	-2,051	-1,282	-1,280
단기금융부채증가(감소)	2,800	-326	-155	-150	-150
장기금융부채증가(감소)	-26	-30	-29	-20	-20
자본의증가(감소)	35	-176	-1,746	0	0
배당금의 지급	0	0	0	-1,034	-1,034
기타	-149	-160	-121	-78	-76
현금의 증가(감소)	1,382	5,040	1,661	4,722	6,612
기초현금	5,461	6,843	11,883	13,545	18,267
기말현금	6,843	11,883	13,545	18,267	24,879
FCF	-1,695	6,838	4,720	6,051	7,932

자료 : 셸트리온, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	18,491	19,116	23,146	27,051	29,948
매출원가	8,215	8,058	10,803	11,902	12,578
매출총이익	10,277	11,058	12,343	15,149	17,370
매출총이익률 (%)	55.6	57.9	53.3	56.0	58.0
판매비와관리비	3,091	3,489	4,207	5,275	5,840
영업이익	7,186	7,569	8,137	9,874	11,530
영업이익률 (%)	38.9	39.6	35.2	36.5	38.5
비영업손익	-614	-55	520	527	551
순금융비용	18	38	23	15	-8
외환관련손익	-227	329	174	174	174
관계기업투자등 관련손익	26	-50	-12	-12	-12
세전계속사업이익	6,572	7,513	8,656	10,401	12,081
세전계속사업이익률 (%)	35.5	39.3	37.4	38.5	40.3
계속사업법인세	1,314	1,555	1,561	1,872	2,174
계속사업이익	5,257	5,958	7,095	8,529	9,906
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,257	5,958	7,095	8,529	9,906
순이익률 (%)	28.4	31.2	30.7	31.5	33.1
지배주주	5,178	5,795	7,068	8,502	9,879
지배주주귀속 순이익률(%)	28	30.31	30.54	31.43	32.99
비지배주주	79	163	27	27	27
총포괄이익	5,289	6,150	7,169	8,603	9,980
지배주주	5,212	5,985	7,142	8,576	9,953
비지배주주	77	164	27	27	27
EBITDA	8,924	9,710	10,421	12,189	13,851

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	63.9	3.4	21.1	16.9	10.7
영업이익	88.3	5.3	7.5	21.4	16.8
세전계속사업이익	72.0	14.3	15.2	20.2	16.2
EBITDA	66.7	8.8	7.3	17.0	13.6
EPS(계속사업)	71.6	11.7	21.8	20.3	16.2
수익성 (%)					
ROE	17.1	16.0	17.1	18.0	17.8
ROA	11.8	11.1	11.9	12.7	12.9
EBITDA마진	48.3	50.8	45.0	45.1	46.3
안정성 (%)					
유동비율	238.1	254.0	269.7	306.4	351.3
부채비율	46.5	40.1	40.5	37.7	34.1
순차입금/자기자본	2.9	-12.8	-14.9	-22.2	-30.0
EBITDA/이자비용(배)	118.9	117.9	131.1	157.1	182.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,691	4,122	5,022	6,041	7,019
BPS	23,559	27,845	30,816	36,173	42,509
CFPS	4,930	5,645	6,645	7,686	8,668
주당 현금배당금	0	750	750	750	750
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	105.4	91.4	39.5	32.9	28.3
PER(최저)	36.6	46.9	28.1	23.3	20.1
PBR(최고)	16.5	13.5	6.4	5.5	4.7
PBR(최저)	5.7	6.9	4.6	3.9	3.3
PCR	71.5	35.1	29.7	25.6	22.7
EV/EBITDA(최고)	61.3	53.0	26.1	21.9	18.8
EV/EBITDA(최저)	21.4	27.6	18.5	15.5	13.1