

4Q20 Review: 수익성 하락 우려스러운 수준 아냐

매수
(유지)

목표가: 400,000원
상승여력: 29.2%

김태희 taehee.kim@miraeeasset.com

4Q20 Review

코로나19 치료제 생산으로 수익성 하락했지만 우려스러운 수준 아냐

- 연결 기준 4Q20 매출액 4,987억원(+30.3% YoY), 영업이익 1,647억원(+44.3% YoY)
- 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 다소 하회한 수준
- 매출 비중은 램시마SC 25%, 트룩시마 19%, 테바 CMO 12%, 램시마V 11%, 유플라이마 4%, 허쥬마 1%
- 수익성 악화는 ①코로나19 치료제 렉키로나의 생산으로 바이오시밀러 생산이 감소했으며, ②렉키로나의 임상1,2상 연구개발비가 계상됐고, ③공정 개선으로 수율이 높아진 트룩시마의 초기 생산에 따라 원가가 증가했기 때문

신제품 효과 기대

올해 램시마SC와 고농도 휴미라 바이오시밀러의 성과 기대

- 작년 출시된 램시마SC는 코로나19 영향으로 마케팅이 쉽지 않았던 상황. 하지만 20년 11월 호주, 21년 2월 캐나다에서 판매 승인을 획득하는 등 판매 국가 지속적으로 증가
- 최근 고농도 휴미라 바이오시밀러인 유플라이마의 유럽 판매 허가 획득. 매출 기준 글로벌 1위인 휴미라의 유일한 고농도 바이오시밀러로 통증을 유발할 수 있는 구연산염을 제거(citrate-free)하여 복용편의성이 높아진 제품

바이오/헬스케어 업종 Top pick 의견 유지

투자 의견 '매수'와 목표주가 40만원 유지

- 기존 투자 의견과 목표주가 및 당사 바이오/헬스케어 업종 Top pick 의견 유지
- 투자 포인트: ①램시마에 이어 트룩시마와 허쥬마까지 수율 개선 예정
②램시마SC와 고농도 휴미라 바이오시밀러의 유럽 성과
③코로나19 치료제 렉키로나의 공급 계약 가능성

Key data



현재주가(21/2/22, 원)	309,500	시가총액(십억원)	41,791
영업이익(20F, 십억원)	712	발행주식수(백만주)	138
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	773	유동주식비율(%)	75.8
EPS 성장률(20F, %)	73.9	외국인 보유비중(%)	21.4
P/E(20F, x)	95.2	베타(12M) 일간수익률	0.90
MKT P/E(20F, x)	21.6	52주 최저가(원)	137,481
KOSPI	3,079.75	52주 최고가(원)	396,240

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	4.7	78.1
상대주가	1.8	-21.6	25.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	949	982	1,128	1,849	2,278	2,707
영업이익 (십억원)	508	339	378	712	939	1,109
영업이익률 (%)	53.5	34.5	33.5	38.5	41.2	41.0
순이익 (십억원)	382	262	298	519	750	892
EPS (원)	2,803	1,914	2,168	3,770	5,447	6,188
ROE (%)	17.5	10.8	11.2	17.0	20.3	19.8
P/E (배)	72.7	109.0	82.0	95.2	56.8	50.0
P/B (배)	11.8	10.8	8.2	14.2	10.1	9.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

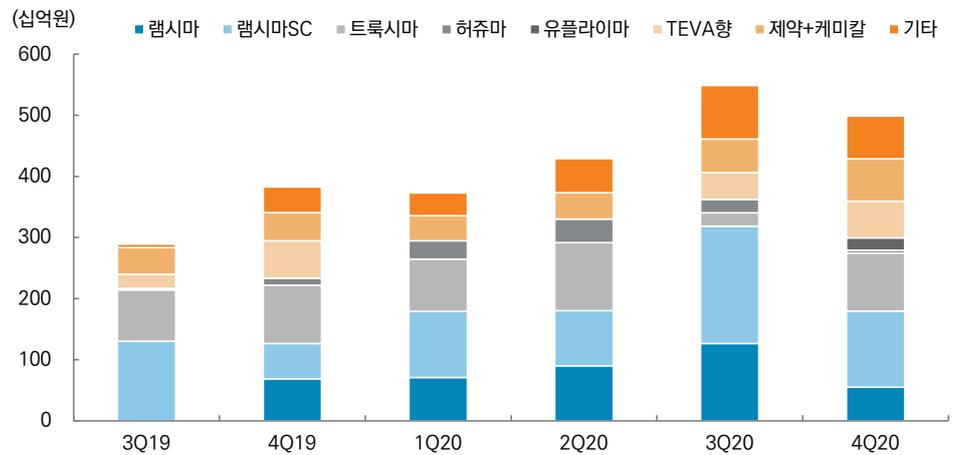
표 1. 4Q20 Review

(십억원, %)

	4Q19	3Q20	4Q20	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	382.7	548.8	498.7	30.3	-9.1	482.8	523.4
영업이익	114.2	245.3	164.7	44.3	-32.8	199.0	225.9
opm(%)	29.8	44.7	33.0			41.2	43.2
지배주주순이익	95.0	170.7	97.6	2.7	-42.8	146.8	170.6

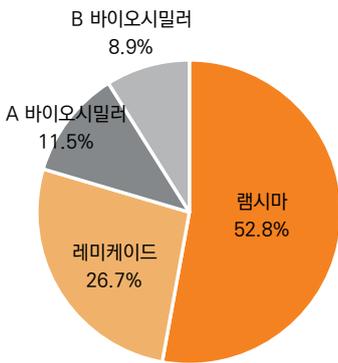
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 제품별 매출액 추이



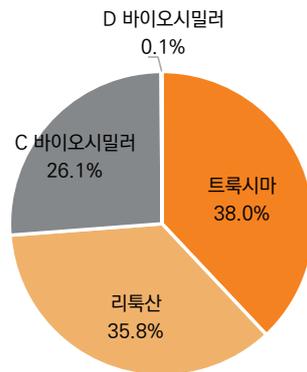
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 최근 유럽 점유율 - 램시마



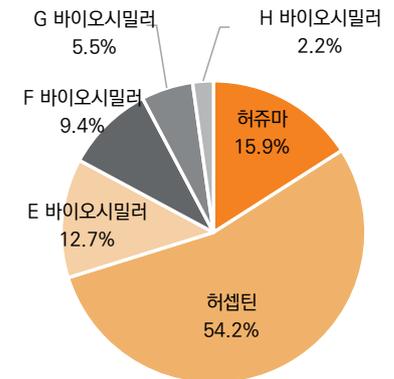
자료: IQVIA, 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 최근 유럽 점유율 - 트룩시마



자료: IQVIA, 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 최근 유럽 점유율 - 허쥬마



자료: IQVIA, 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 최근 미국 점유율 - 인플렉트라

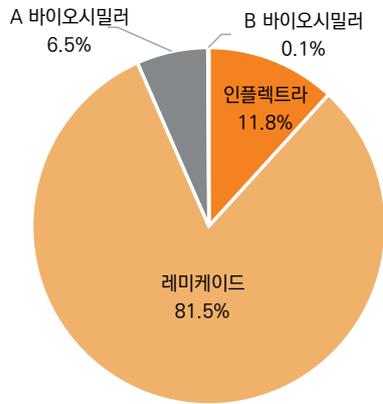
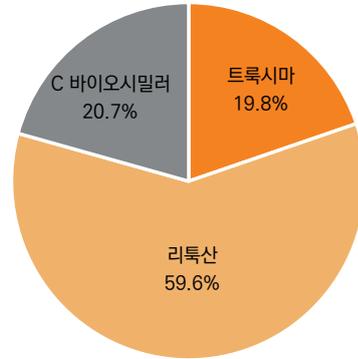


그림 6. 최근 미국 점유율 - 트록시마



자료: IQVIA, 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

자료: IQVIA, 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 파이프라인 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	US	EU
렘시마SC	- (Infliximab)	Celltrion	자가면역질환	임상3상 진행 중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
유폴라이마	HUMIRA (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	허가신청 준비 중	유럽 최종판매허가 획득 (2021.2월)
CT-P16	AVASTIN (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	글로벌 임상3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상 완료 1H21 목표)	
CT-P39	XOLAIR (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	글로벌 임상3상 개시 (2020.07월~)	
CT-P43	STELARA (Ustekinumab)	J&J	자가면역질환	글로벌 임상1상 진행, 3상 개시 (2020.09월~)	
CT-P41	PROLIA (Denosumab)	Amgen	골다공증	글로벌 임상1상 진행, 3상 개시 (2020.09월~)	
CT-P42	EYLEA (Aflibercept)	Regeneron	황반변성	글로벌 임상1상 진행, 3상 개시 (2021.01월~)	

자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온 (068270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,128	1,849	2,278	2,707
매출원가	498	828	979	1,151
매출총이익	630	1,021	1,299	1,556
판매비와관리비	252	309	359	447
조정영업이익	378	712	939	1,109
영업이익	378	712	939	1,109
비영업손익	1	-61	7	17
금융손익	1	4	9	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	379	651	946	1,126
계속사업법인세비용	81	131	194	233
계속사업이익	298	519	751	893
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	298	519	751	893
지배주주	298	519	750	892
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	291	519	751	893
지배주주	291	518	749	891
비지배주주	1	1	2	2
EBITDA	537	874	1,103	1,278
FCF	380	334	439	578
EBITDA 마진율 (%)	47.6	47.3	48.4	47.2
영업이익률 (%)	33.5	38.5	41.2	41.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.4	28.1	32.9	33.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,787	2,699	3,329	4,092
현금 및 현금성자산	546	844	1,044	1,377
매출채권 및 기타채권	826	1,353	1,667	1,981
재고자산	309	386	476	565
기타유동자산	106	116	142	169
비유동자산	2,106	2,156	2,192	2,236
관계기업투자등	48	41	50	60
유형자산	924	941	936	934
무형자산	1,040	1,066	1,098	1,134
자산총계	3,894	4,854	5,520	6,328
유동부채	657	1,074	1,003	931
매입채무 및 기타채무	113	185	228	270
단기금융부채	356	478	404	326
기타유동부채	188	411	371	335
비유동부채	330	354	340	327
장기금융부채	143	73	63	52
기타비유동부채	187	281	277	275
부채총계	987	1,428	1,343	1,258
지배주주지분	2,794	3,312	4,062	4,954
자본금	128	135	141	148
자본잉여금	802	802	802	802
이익잉여금	1,997	2,509	3,253	4,138
비지배주주지분	113	114	115	116
자본총계	2,907	3,426	4,177	5,070

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	474	399	482	623
당기순이익	298	519	751	893
비현금수익비용가감	265	288	349	384
유형자산감가상각비	48	48	47	47
무형자산상각비	111	114	117	121
기타	106	126	185	216
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-277	-424	-421
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-520	-309	-310
재고자산 감소(증가)	-174	-77	-89	-90
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	22	27	16	16
법인세납부	-66	-131	-194	-233
투자활동으로 인한 현금흐름	-251	-149	-177	-183
유형자산처분(취득)	-92	-65	-42	-45
무형자산감소(증가)	-191	-140	-148	-157
장단기금융자산의 감소(증가)	39	53	-7	-7
기타투자활동	-7	3	20	26
재무활동으로 인한 현금흐름	-86	40	-95	-98
장단기금융부채의 증가(감소)	-17	52	-84	-89
자본의 증가(감소)	26	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-95	-12	-11	-9
현금의 증가	136	298	200	333
기초현금	411	546	844	1,044
기말현금	546	844	1,044	1,377

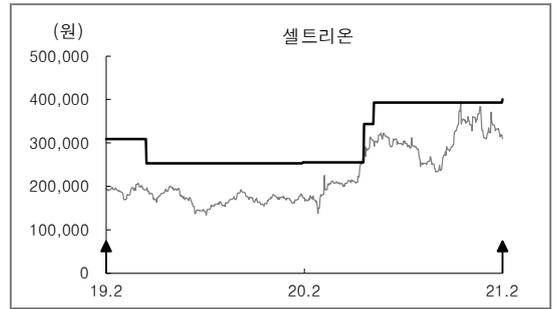
자료: 셀트리온, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	82.0	95.2	56.8	50.0
P/CF (x)	43.3	61.1	38.7	34.9
P/B (x)	8.2	14.2	10.1	9.1
EV/EBITDA (x)	43.2	55.2	37.4	32.0
EPS (원)	2,168	3,770	5,447	6,188
CFPS (원)	4,101	5,872	7,992	8,860
BPS (원)	21,630	25,348	30,790	34,015
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	14.9	63.9	23.2	18.8
EBITDA증가율 (%)	15.5	62.8	26.2	15.9
조정영업이익증가율 (%)	11.5	88.4	31.9	18.1
EPS증가율 (%)	13.3	73.9	44.5	13.6
매출채권 회전을 (회)	1.4	1.7	1.5	1.5
재고자산 회전을 (회)	4.8	5.3	5.3	5.2
매입채무 회전을 (회)	15.7	14.7	12.5	12.2
ROA (%)	8.0	11.9	14.5	15.1
ROE (%)	11.2	17.0	20.3	19.8
ROIC (%)	10.7	18.8	21.2	22.2
부채비율 (%)	33.9	41.7	32.2	24.8
유동비율 (%)	272.0	251.2	332.0	439.6
순차입금/자기자본 (%)	-4.4	-9.4	-14.7	-20.5
조정영업이익/금융비용 (x)	34.9	63.6	86.5	123.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온 (068270)				
2021.02.22	매수	400,000	-	-
2020.06.30	매수	392,803	-22.13	0.88
2020.06.12	매수	343,703	-14.03	-8.86
2020.02.20	매수	255,322	-22.17	10.77
2020.01.21	매수	253,249	-32.65	-27.88
2019.05.08	매수	253,250	-32.65	-20.74
2018.11.11	매수	308,704	-35.91	-26.72



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.