



셀트리온 (068270)

본 모습으로 돌아온 2분기

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 0237727613

Buy (유지)

목표주가(상향): 230,000원

현재 주가(7/15)	186,500원
상승여력	▲23.3%
시가총액	262,532억원
발행주식수	140,768천주
52 주 최고가 / 최저가	289,046 / 141,000원
90 일 일평균 거래대금	785.79억원
외국인 지분율	20.6%
주주 구성	
셀트리온홀딩스 (외 76 인)	22.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.3%
자사주 (외 1 인)	2.0%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.7	17.7	9.1	-28.7
상대수익률(KOSPI)	27.5	31.2	29.3	0.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,849	1,912	2,304	2,313
영업이익	719	757	761	942
EBITDA	892	971	983	1,169
지배주주순이익	518	579	605	725
EPS	3,688	4,119	4,345	5,205
순차입금	100	-518	-366	-608
PER	95.5	48.1	42.9	35.8
PBR	14.4	7.0	6.2	5.4
EV/EBITDA	55.5	28.2	26.3	21.9
배당수익률	0.0	0.4	0.4	0.4
ROE	17.1	16.0	14.9	16.0

주가 추이



셀트리온의 2분기 실적은 높은 매출성장과 수익성 회복이 예상됩니다. 1분기 수익성 악화를 극복하고, 하반기에는 더 개선될 전망입니다.

2Q22 Preview: 본 모습으로 돌아온 2분기

동사의 2분기 실적은 매출액 5,279억 원(YoY +22.3%), 영업이익 1,825억 원(YoY +11.8%, OPM 34.6%)을 전망한다. 1분기 영업이익률은 25.8%로 2018년 4분기 이후 가장 낮았던 저점을 한 분기만에 극복할 것으로 예상된다. 1분기 수익성 악화의 원인이었던 진단키트 매출이 313억 원으로 QoQ 74.3% 줄어들며, 급증했던 물류비가 줄어들 것으로 판단한다. 2분기 바이오시밀러 매출은 3,357억 원으로 1분기 2,735억 원 대비 22.7% 늘어나 수익성 확대에 기여할 전망이다. 하반기 허가 및 출시가 기대되는 아바스틴 바이오시밀러 CT-P16(상품명 ‘베그젤마’)가 1분기 보다 29.7% 증가한 357억 원의 매출을 기록할 예정이다.

생각보다 좋을 2022년

2022년 연간 매출액은 2조 3,044억 원(YoY +20.6%), 영업이익 7,606억 원(YoY +0.5%, OPM 33%)을 전망한다. 기존 추정치 대비 매출액은 1,232억 원, 영업이익은 726억 원 증가한 수치로 영업이익률도 31.5%에서 1.5%p 개선될 것으로 예상된다. 2월에 공시된 코로나 19 신속진단키트 공급계약을 근거로 추정했던 진단키트 매출은 5,470억 원에서 3,448억 원으로 36.9% 감소해, 코로나 19 유행시기에 부합되게 추정치를 반영했다. 지난 6월 24일 유럽의약품청(EMA) 산하 약물사용자문위원회(CHMP)로부터 CT-P16에 대한 ‘판매승인 권고’ 의견을 받아 하반기 허가 및 출시 전망되는 ‘베그젤마’는 1,050억 원의 매출이 기대된다. 내년에는 동사가 자체 개발한 렉시마SC와 휴미라 바이오시밀러 ‘유프라이마’가 미국에 출시될 전망으로 코로나19 진단키트의 매출공백을 채우고 수익성을 높일 것으로 예상된다.

투자의견 ‘Buy’ 유지, 목표주가 23만 원으로 상향

동사에 대한 투자의견 ‘BUY’를 유지하며, 목표주가는 23만 원으로 상향한다. 상향된 목표주가는 2022년도 매출액과 최근 3분기 평균 PSR 13.6배를 적용해 목표주가를 산출했다.

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A+B)	313,398	
A. 매출액	23,044	2022년 연결기준 매출액
B. Target PSR	13.6	최근 3분기 평균 PSR 13.6배
2. 순차입금	-4,156	2022년 연결기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	317,554	
4. 주식수(C-D)	135,434	전자공시시스템 최근 경기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	137,947	
D. 자기주식수	2,513	2022년 5월 18일 자기주식 취득 결정공시 기준 수량
5. 적정가치(3/4)(원)	234,472	
6. 목표주가	230,000	
7. 현재주가(원)	186,500	
8. 상승여력	23.32%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 셀트리온 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	18,491	19,116	23,044	3,728	4,288	5,488	4,987	4,570	4,318	4,010	6,219	5,506	5,279	5,792	6,468
YoY(%)	63.9	3.4	20.6	68.2	82.5	89.8	30.3	22.6	0.7	(26.9)	24.7	20.5	22.3	44.4	4.0
매출원가	8,279	8,102	11,488	1,875	1,891	2,290	2,223	1,599	1,924	1,531	3,048	2,991	2,560	2,832	3,105
YoY(%)	66.1	(2.1)	42.6	111.4	102.2	92.8	12.6	(14.7)	1.7	(33.1)	37.1	87.1	33.1	85.0	1.9
매출원가율(%)	44.8	42.4	49.9	50.3	44.1	41.7	44.6	35.0	44.6	38.2	49.0	54.3	48.5	48.9	48.0
매출총이익	10,212	11,014	11,556	1,854	2,397	3,198	2,764	2,971	2,394	2,478	3,171	2,515	2,719	2,960	3,363
YoY(%)	62.1	7.9	4.5	39.4	69.4	87.8	49.1	60.3	(0.1)	(22.5)	14.7	(15.3)	13.6	19.4	6.1
매출총이익률(%)	55.2	57.6	50.1	49.7	55.9	58.3	55.4	65.0	55.4	61.8	51.0	45.7	51.5	51.1	52.0
판매비	3,091	3,489	3,950	651	579	745	1,116	894	762	839	995	1,092	894	953	1,011
YoY(%)	22.7	12.9	13.2	17.1	(0.4)	10.8	57.0	37.3	31.6	12.6	(10.9)	22.1	17.4	13.6	1.6
판매비율(%)	16.7	18.3	17.1	17.5	13.5	13.6	22.4	19.6	17.6	20.9	16.0	19.8	16.9	16.5	15.6
영업이익	7,121	7,525	7,606	1,202	1,818	2,453	1,647	2,077	1,632	1,640	2,176	1,423	1,825	2,007	2,352
YoY(%)	88.4	5.7	0.5	55.4	118.0	137.9	44.3	72.7	(10.2)	(33.1)	32.1	(31.5)	11.8	22.4	8.1
영업이익률(%)	38.5	39.4	33.0	32.2	42.4	44.7	33.0	45.4	37.8	40.9	35.0	25.8	34.6	34.6	36.4
순이익	5,192	5,914	6,082	1,053	1,386	1,758	995	1,972	1,295	1,404	1,242	1,212	1,438	1,597	1,834
YoY(%)	74.3	13.9	2.1	67.1	77.0	185.4	4.6	87.3	(6.5)	(20.1)	24.8	(38.5)	11.0	13.7	47.7
순이익률(%)	28.1	30.9	26.4	28.2	32.3	32.0	20.0	43.2	30.0	35.0	20.0	22.0	27.2	27.6	28.4

자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 실적 추정치 변동 내역

	2Q22E				2022E			
	변동 전	변동 후	변동금액(억 원)	변동률(% , %p)	변동 전	변동 후	변동금액(억 원)	변동률(% , %p)
매출액	5,173	5,279	106	2.1	21,813	23,044	1,232	5.6
영업이익	1,653	1,825	172	10.4	6,880	7,606	726	10.6
영업이익률	31.9	34.6	-	2.6	31.5	33.0	-	1.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

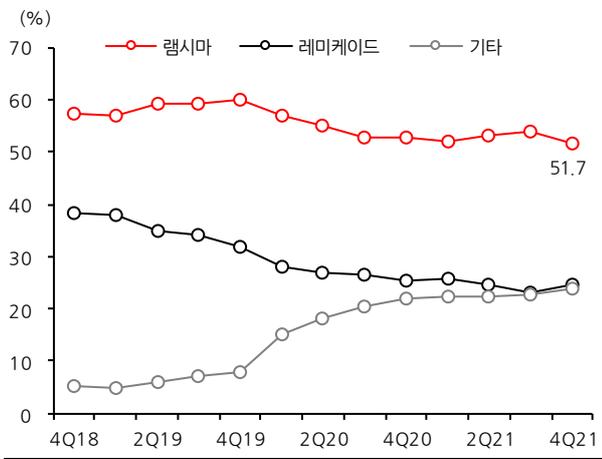
[표4] 셀트리온 제품별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
제품별 매출															
램시마	8,526	3,259	4,561	1,790	1,758	3,183	1,795	46	993	1,163	1,057	1,487	1,344	548	1,182
램시마IV	3,377	3,259	3,836	708	858	1,262	549	46	993	1,163	1,057	1,487	1,344	548	457
램시마SC	5,149	0	725	1,081	900	1,921	1,247	0	0	0	0	0	0	0	725
트룩시마	3,225	3,679	4,091	858	1,201	220	948	868	1,382	1,243	187	661	1,212	1,344	874
허쥬마	916	1,336	1,468	261	386	220	50	731	43	64	498	341	444	105	578
유플라이마	199	1,623	455	0	0	0	199	1,188	0	0	435	0	0	0	455
베그젤마	0	0	1,050	0	0	0	0	0	0	0	0	275	357	418	0
렉키로나	0	1,448	0	0	0	0	0	91	345	16	995	0	0	0	0
TEVA 향	1,037	373	1,059	0	0	439	598	0	0	0	373	0	0	414	645
제약+케미칼	2,086	3,459	3,956	410	429	549	698	731	993	802	933	1,002	1,011	989	954
진단키트	0	808	3,448	0	0	0	0	0	0	0	808	1,222	313	1,111	802
기타 등	2,464	3,130	2,935	373	515	878	698	914	561	722	933	496	598	863	978
제품별 YoY(%)															
램시마	130.3	(61.8)	39.9	254.8	177.1	144.7	42.1	(97.4)	(43.5)	(63.5)	(41.1)	3,153.2	35.3	(52.9)	11.8
램시마IV	390.2	(3.5)	17.7	-	-	-	(20.4)	(93.5)	15.8	(7.9)	92.7	3,153.2	35.3	(52.9)	(56.8)
램시마SC	70.9	(100.0)	-	114.4	41.9	47.7	117.2	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	-	-	-	-
트룩시마	(4.9)	14.1	11.2	18.1	38.1	(73.8)	(1.0)	1.2	15.1	466.3	(80.3)	(23.9)	(12.3)	8.1	368.5
허쥬마	0.9	45.8	9.9	(45.9)	36.9	656.9	(56.6)	180.1	(88.8)	(70.8)	897.6	(53.3)	928.3	63.7	16.2
유플라이마	-	713.8	(72.0)	-	-	-	-	-	-	-	118.2	(100.0)	-	-	4.5
베그젤마	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
렉키로나	-	-	(100.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
TEVA 향	23.0	(64.0)	183.8	-	-	89.9	(2.3)	-	-	(100.0)	(37.6)	-	-	-	72.9
제약+케미칼	140.5	65.8	14.4	-	-	34.5	52.0	78.3	131.6	46.1	33.6	37.1	1.8	23.3	2.3
진단키트	-	-	326.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0.8)
기타 등	354.6	27.0	(6.2)	-	-	962.1	52.0	145.1	9.1	(17.8)	33.6	(45.8)	6.5	19.6	4.8

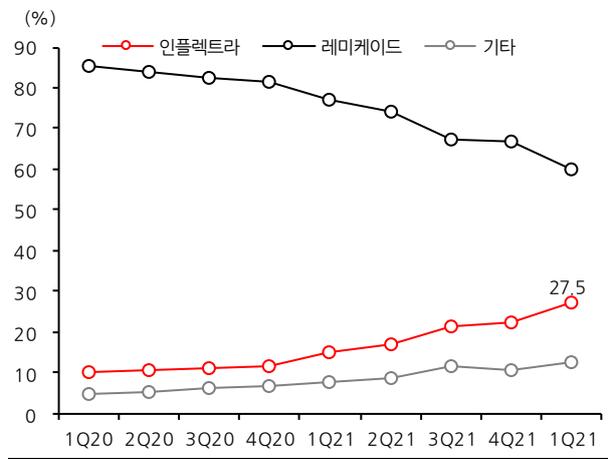
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] Infliximab 유럽 분기별 점유율 추이



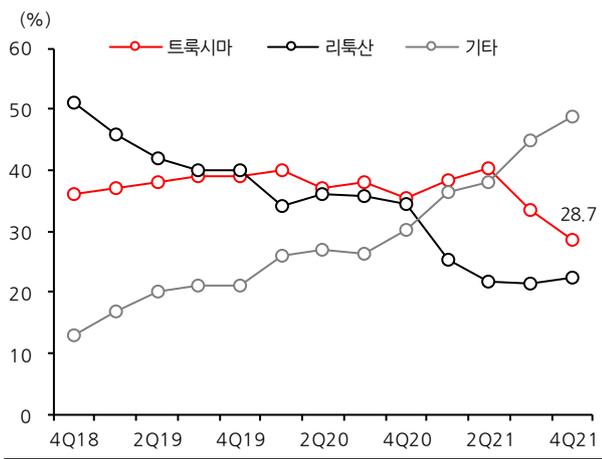
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Infliximab 미국 분기별 점유율 추이



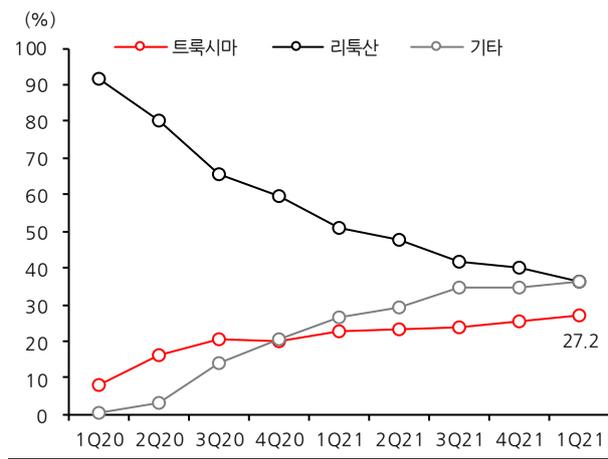
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] Rituximab 유럽 분기별 점유율 추이



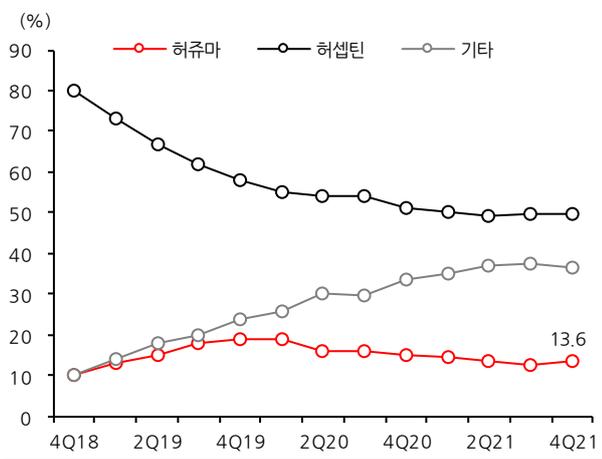
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] Rituximab 미국 분기별 점유율 추이



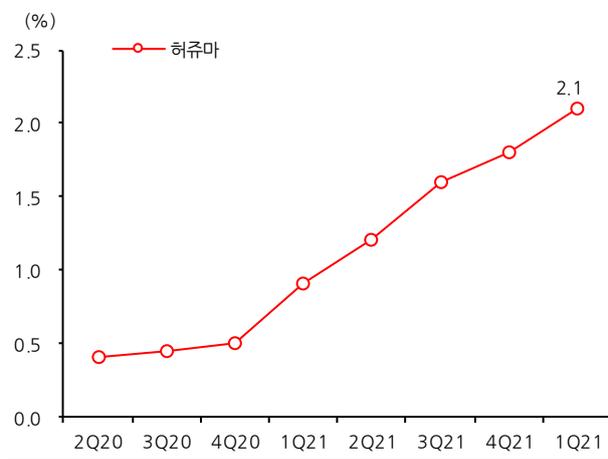
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Trastuzumab 유럽 분기별 점유율 추이



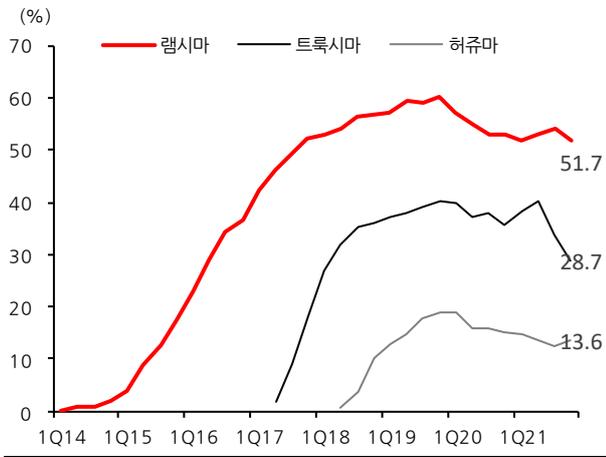
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] Herceptin 미국 분기별 점유율 추이



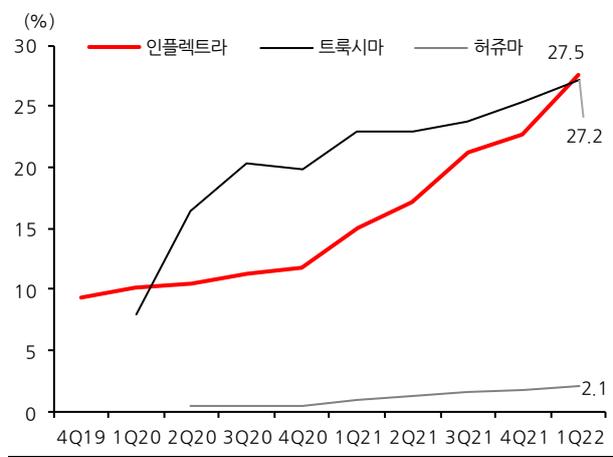
자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 셀트리온 주요제품 유럽 점유율 현황



자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 셀트리온 주요제품 미국 점유율 현황



자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 셀트리온 코로나 19 진단키트 관련 공시 현황

순번	공시일	계약시작일	계약종료일	계약금액	계약상대방	계약품목	비고
1	2021-10-28	2021-10-27	2021-12-31	1,673	Celltrion USA Inc.	코로나 19 신속진단키트 디아트러스트 공급계약	
2	2021-12-10	2021-10-27	2022-01-31	2,005	Celltrion USA Inc.	코로나 19 신속진단키트 디아트러스트 공급계약	1 번 수정
3	2022-01-27	2021-10-27	2022-02-28	2,005	Celltrion USA Inc.	코로나 19 신속진단키트 디아트러스트 공급계약	2 번 수정
4	2022-02-21	2022-02-10	2022-04-30	4,595	Celltrion USA Inc.	코로나 19 신속진단키트 디아트러스트 공급계약	
5	2022-03-30	2022-03-30	2022-03-31	2,735	셀트리온헬스케어	바이오시밀러: 램시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, CT-P16	
6	2022-04-28	2022-02-10	2022-12-31	4,595	Celltrion USA Inc.	코로나 19 신속진단키트 디아트러스트 공급계약	4 번 수정
7	2022-05-24	2022-05-24	2022-06-30	1,601	셀트리온헬스케어	바이오시밀러: 램시마 IV, 허쥬마, CT-P16	
8	2022-06-28	2022-06-27	2022-06-30	1,756	셀트리온헬스케어	바이오시밀러: 램시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, CT-P16	

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,128	1,849	1,912	2,304	2,313
매출총이익	633	1,028	1,106	1,156	1,304
영업이익	382	719	757	761	942
EBITDA	535	892	971	983	1,169
순이자손익	1	-2	-2	-2	-1
외화관련손익	0	-23	33	27	19
지분법손익	5	3	-5	-5	-5
세전계속사업손익	382	657	751	783	957
당기순이익	301	526	596	608	725
지배주주순이익	301	518	579	605	725
증가율(%)					
매출액	14.9	63.9	3.4	20.6	0.4
영업이익	18.1	88.3	5.3	0.5	23.9
EBITDA	19.5	66.7	8.8	1.3	18.9
순이익	26.9	74.4	13.3	2.1	19.3
이익률(%)					
매출총이익률	56.1	55.6	57.8	50.1	56.4
영업이익률	33.8	38.9	39.6	33.0	40.7
EBITDA 이익률	47.4	48.3	50.8	42.7	50.6
세전이익률	33.9	35.5	39.3	34.0	41.4
순이익률	26.7	28.4	31.2	26.4	31.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	474	351	911	316	620
당기순이익	301	526	596	608	725
자산상각비	154	174	214	223	227
운전자본증감	-21	-507	0	-480	-348
매출채권 감소(증가)	-8	-537	109	-143	-498
재고자산 감소(증가)	-172	-130	-268	-184	179
매입채무 증가(감소)	22	-8	44	-91	-31
투자현금흐름	-251	-472	-356	-259	-274
유형자산처분(취득)	-92	-86	-63	-76	-77
무형자산 감소(증가)	-191	-453	-230	-185	-185
투자자산 감소(증가)	47	55	-33	-7	-2
재무현금흐름	-86	266	-69	-226	-203
차입금의 증가(감소)	-2	-55	-135	-61	-98
자본의 증가(감소)	-40	4	-18	-277	-105
배당금의 지급	0	0	0	-102	-105
총현금흐름	561	923	1,047	867	968
(-)운전자본증가(감소)	-12	501	-186	448	348
(-)설비투자	94	87	63	76	77
(+)자산매각	-189	-452	-230	-185	-185
Free Cash Flow	290	-117	940	158	359
(-)기타투자	48	-5	216	23	11
잉여현금	242	-112	724	136	347
NOPLAT	301	575	600	591	714
(+) Dep	154	174	214	223	227
(-)운전자본투자	-12	501	-186	448	348
(-)Capex	94	87	63	76	77
OpFCF	373	161	937	290	517

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,785	2,516	3,074	3,317	3,786
현금성자산	628	698	1,262	1,063	1,208
매출채권	827	1,316	1,122	1,333	1,830
재고자산	307	384	578	744	565
비유동자산	2,075	2,504	2,600	2,664	2,705
투자자산	143	153	158	164	170
유형자산	924	946	950	963	975
무형자산	1,008	1,404	1,492	1,537	1,559
자산총계	3,860	5,020	5,674	5,980	6,491
유동부채	657	1,057	1,210	1,161	1,044
매입채무	224	300	309	425	395
유동성이자부채	356	596	570	527	433
비유동부채	330	536	413	459	466
비유동이자부채	143	203	175	171	167
부채총계	987	1,593	1,624	1,620	1,511
자본금	128	135	138	141	141
자본잉여금	801	828	856	857	857
이익잉여금	1,964	2,475	3,052	3,553	4,173
자본조정	-133	-130	-129	-322	-322
자기주식	-177	-192	-226	-423	-423
자본총계	2,873	3,428	4,050	4,361	4,981

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	2,149	3,688	4,119	4,345	5,205
BPS	21,507	24,502	28,397	30,061	34,469
DPS	46	19	755	760	760
CFPS	4,003	6,571	7,446	6,163	6,880
ROA(%)	8.2	11.7	10.8	10.4	11.6
ROE(%)	11.5	17.1	16.0	14.9	16.0
ROIC(%)	11.5	18.8	17.4	16.1	17.5
Multiples(x, %)					
PER	81.2	95.5	48.1	42.9	35.8
PBR	8.1	14.4	7.0	6.2	5.4
PSR	21.7	26.8	14.6	11.4	11.3
PCR	43.6	53.6	26.6	30.3	27.1
EV/EBITDA	45.3	55.5	28.2	26.3	21.9
배당수익률	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	34.3	46.5	40.1	37.1	30.3
Net debt/Equity	-4.5	2.9	-12.8	-8.4	-12.2
Net debt/EBITDA	-24.0	11.3	-53.3	-37.2	-52.0
유동비율	271.6	238.1	254.0	285.8	362.5
이자보상배율(배)	35.2	95.8	91.9	116.9	123.1
자산구조(%)					
투하자본	77.7	80.2	70.8	76.1	75.6
현금+투자자산	22.3	19.8	29.2	23.9	24.4
자본구조(%)					
차입금	14.8	18.9	15.5	13.8	10.7
자기자본	85.2	81.1	84.5	86.2	89.3

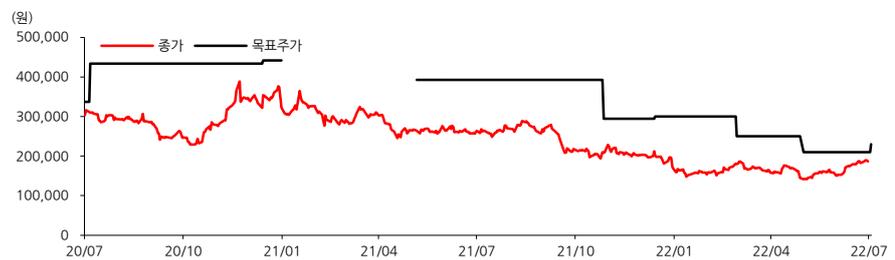
[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 07월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영술)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[셀트리온 주가 및 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.07.21	2020.08.10	2020.09.11	2020.11.10	2021.05.21
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격		450,000	450,000	450,000	450,000	김형수
일 시	2021.05.21	2021.11.11	2021.11.16	2022.03.15	2022.05.16	2022.05.30
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	400,000	300,000	300,000	250,000	210,000	210,000
일 시	2022.07.18					
투자이견	Buy					
목표가격	230,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.07.21	Buy	433,720	-31.74	-10.33
2021.05.21	Buy	392,593	-35.45	-26.38
2021.11.11	Buy	294,444	-37.33	-22.33
2022.03.15	Buy	250,000	-33.00	-25.40
2022.05.16	Buy	210,000	-21.87	-9.52
2022.07.18	Buy	230,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%