

Sustainable Growth

2021년 하반기 전망 시리즈 **8**

제약/바이오
(Overweight)

Sustainable Growth



제약/바이오

Analyst **김지하**

02. 6454-4868

jiha.kim@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy	1,000,000원
랩지노믹스 (084650)	Not Rated	-

관심 종목	투자판단	적정주가
셀트리온 (068270)	Buy	360,000원
셀트리온헬스케어 (091990)	Buy	140,000원

Contents

산업분석

Part I	안센이 일으킨 나비효과 백신 CMO 및 mRNA 백신 개발사 주도 반등	09
Part II	mRNA, 혁신으로 확신을 주다 팬데믹 종식 위한 mRNA 백신 확보 전쟁	15
Part III	Sustainable Growth mRNA 백신 시장 개화 및 CMO 성장 지속	23
Part IV	Next PD-1을 찾아서 신규 타겟 면역관문억제제 개발 기업에 주목	33

기업분석

	삼성바이오로직스 (207940) 좋아질 일만 남았다	46
	랩지노믹스 (084650) 신사업 성장 기대	49
	셀트리온 (068270) 생산 효율성 개선 효과	52
	셀트리온헬스케어 (091990) 렉키로나 수출을 기대하자	55

Summary	Sustainable Growth	Overweight
----------------	---------------------------	-------------------

안센이 일으킨 나비효과
백신 CMO 및 mRNA 백신 개발사 주도 반등

I

- 주가 점검 - 아스트라제네카와 안센 백신 부작용 이슈로 부진했던 헬스케어 섹터 백신 CMO 주도 반등에 성공
- 업황 점검 - CMO Shortage 지속 / 진단키트 실적 견조 / 처방 여전히 부진 / 바이오시밀러 안정적인 성장

mRNA, 혁신으로 확산을 주다
팬데믹 종식 위한 mRNA 백신 확보 전쟁

II

- 백신 접종률 높을수록 확진자 빠르게 감소 → 백신 접종만이 팬데믹 상황 해소 가능
- 부작용 우려와 변이 바이러스 대응력 우수한 mRNA 백신 확보에 집중
- 치료제에 대한 수요 있으나 유행 장기화 및 변이 바이러스 발생으로 백신 확보가 더 우선시 되는 상황

Sustainable Growth
mRNA 백신 시장 개화 및 CMO 성장 지속

III

- 연간 10조원 규모의 COVID-19 mRNA 백신 시장 새롭게 형성
- COVID-19는 mRNA 백신 플랫폼 입증해준 적응증에 불과 → 독감부터 항암 백신까지 커버하는 백신 player로 등극
- 삼성바이오로직스 모더나 DP CMO → 1) 대규모 공장 건설 경험, 2) CMO역량 고려시 DS 생산 가능성 배제할 수 없음
- 글로벌 진단 업체들 M&A 활동 매우 활발 → 국내 진단 업체들의 지속 가능한 성장 위한 M&A 기대

Next PD-1을 찾아서
신규 타겟 면역관문억제제 개발 기업 주목

IV

- TIM3, TIGIT, LAG-3 등 새로운 타겟의 면역관문억제제(ICI)에 대한 수요 높음
- Gilead, BMS 는 신규 타겟 면역관문억제제 후보물질들 1.6조원~2조원 규모로 License-In
- BMS는 LAG-3 항체+Opdivo 병용 임상 3상에서 Opdivo 단독 및 Opdivo+Yervoy 보다 효과 · 안전성 우수한 결과 발표
- 국내 신규 타겟 면역관문억제제 후보물질 초기단계지만 기술이전 기대 가능 → 새로운 ICI 탄생 앞서 개발 기업에 주목

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. COVID-19	<ul style="list-style-type: none"> 유행 상황 변이 바이러스 	<ul style="list-style-type: none"> COVID-19 확산 조기 안정화 치명률 매우 낮은 변이 발생 	<ul style="list-style-type: none"> COVID-19 확산 소폭 안정화 대응 가능한 변이 발생 	<ul style="list-style-type: none"> COVID-19 확산 지속 대응 가능한 변이 발생
	2. 투자	<ul style="list-style-type: none"> CMO CAPA M&A 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 CMO 대규모 증설 백신 개발사 CMO 업체 인수 또는 자체 생산 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 CMO 증설 1~2년 소요 백신 개발사 협력 CMO 확대 글로벌 진단업체 M&A 활발 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 CMO 증설 지연 백신 개발사 - CMO 간의 JV 설립 글로벌 진단업체 M&A 활발
	3. R&D	<ul style="list-style-type: none"> 백신 치료제 	<ul style="list-style-type: none"> 노바백스, 큐어백 허가 및 공급 확대 화이자 경구용 COVID-19 치료제 개발 	<ul style="list-style-type: none"> 노바백스, 큐어백 허가 및 공급 변이 바이러스 타겟 치료제 개발 	<ul style="list-style-type: none"> 노바백스, 큐어백 공급 지연 변이 바이러스 타겟 치료제 개발
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> 백신 종류 상관없이 수요 골고루 존재 변이 바이러스 치명률 매우 낮아지면 Booster Shot 필요성도 낮아져 백신 CMO 업체의 기대 수익 하락 백신 개발사들의 CMO 업체 인수 또는 자체 생산시 기존 CMO 업체에겐 약재 경구용 치료제로 환자 자가 치료 가능, 격리 병동 감소로 처방 실적 회복 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 변이 대응력 우수한 mRNA 백신 수요 증가로 백신 CMO 수익 증가 대규모 CAPA 확보된 CMO 업체들과 백신 개발사 협력 및 공급량 확대 변이 바이러스 타겟 항체치료제 새롭게 개발로 CMO 수주 가능성 증가 국내 진단업체 M&A를 통한 시너지 및 신사업 성장 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 변이 대응력 우수한 mRNA 백신 수요 증가로 백신 CMO 수익 증가 대규모 CAPA 확보된 CMO 업체들과 백신 개발사 협력 확대 및 JV 설립 변이 바이러스 타겟 항체치료제 새롭게 개발로 CMO 수주 가능성 증가 국내 진단업체 M&A를 통한 시너지 및 신사업 성장 기대
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> 셀트리온 	<ul style="list-style-type: none"> 삼성바이오로직스 랩지노믹스 	<ul style="list-style-type: none"> 삼성바이오로직스 랩지노믹스

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스(207940)	Buy	1,000,000원
랩지노믹스(084650)	Not Rated	-
셀트리온(068270)	Buy	360,000원
셀트리온헬스케어(0919900)	Buy	140,000원

삼성바이오로직스(207940) Top Pick - 좋아질 일만 남았다

Analyst 김지하 02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	1,000,000원
현재주가 (5. 27)	817,000원
상승여력	22.4%
KOSPI	3,165.51pt
시가총액	540,568억원
발행주식수	6,617만주
유동주식비율	24.74%
외국인비중	10.19%
52주 최고/최저가	948,000원/611,000원
평균거래대금	1,292.3억원
주요주주(%)	
삼성물산 외 4인	75.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	2.3	30.9
상대주가	2.8	-14.9	-16.0

주가그래프



1Q21 Review: 1공장 정기보수와 3공장 생산 초기물량 인식으로 컨센 하회

- 1Q21 매출액 2,608억원(+25.9%, 이하 YoY), 영업이익 743억원(+18.7%)으로 매출 부진
- 1공장 정기보수와 4분기 3공장 생산분 초기 매출 인식 때문, 이익률은 3공장 고정비 부담 완화로 양호

'21E Preview: 3공장 가동률 상승 + 모더나 DP 반영

- 2021E 매출액은 1조 4,236억원(+22.2%), 영업이익 4,193억원(+43.2%)으로 전망(모더나 DP 제외)
- 올해 추가적인 정기보수 일정 없고, 50% 가동 중인 3공장 연말에는 Full 가동될 예정
- 하반기부터 모더나 COVID-19 백신 DP 수익 반영될 경우 실적 크게 개선될 것으로 기대

투자의견 Buy, 적정주가 1,000,000원 제시

- 3공장 Full 가동에 따른 영업레버리지 효과 본격적으로 발생해 30% 가까운 영업이익률 가능할 전망
- 모더나 DP 수익 정확한 추정 어려우나, 수억도즈 규모 수주시 1달러 단가 가정해도 실적 크게 개선 가능
- 올해 1월 기준 8개의 RFP(CMO 제안) 수령, '22년말 4공장 부분 가동 → 올해 연말부터 4공장 수주 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	535.8	55.7	224.1	3,387	-331.1	62,805	114.1	6.2	172.1	5.5	43.9
2019	701.6	91.7	202.9	3,067	-9.5	65,812	141.2	6.6	127.4	4.8	35.8
2020	1,164.8	292.8	241.0	3,642	18.8	69,505	226.8	11.9	125.1	5.4	39.7
2021E	1,423.6	419.3	340.6	5,148	41.4	74,653	158.7	10.9	94.8	7.1	43.4
2022E	1,636.2	537.2	438.8	6,632	28.8	81,285	123.2	10.1	74.8	8.5	50.0

삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 Snapshot

2021년 하반기 전망 시리즈 8
제약/바이오

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	207.2	307.7	274.6	375.3	260.8	354.2	392.8	415.7	1,164.8	1,423.6	1,636.2
(% YoY)	65.3	294.1	48.6	19.8	25.9	15.1	43.1	10.8	66.0	22.2	14.9
CMO	200.4	297.9	268.6	361.6	255.7	345.6	383.3	405.6	1,128.4	1,390.1	1,604.2
1공장(3만L)	32.4	52.5	33.6	43.2	22.5	37.8	38.7	42.3	161.7	141.3	150.2
2공장(15.4만L)	127.4	204.4	194.2	250.0	180.0	207.0	209.3	209.3	776.0	805.6	791.8
3공장(18만L)	40.6	41.0	40.8	68.4	53.2	100.8	135.3	154.0	190.7	443.2	662.2
기타 서비스	6.9	9.9	6.1	13.7	5.1	8.6	9.6	10.1	36.4	33.5	32.1
영업이익	62.6	81.1	56.6	92.6	74.3	105.2	125.8	114.0	292.8	419.3	537.2
(% YoY)	흑전	흑전	139.7	-13.4	18.7	29.7	122.5	23.2	219.1	43.2	28.1
영업이익률	30.2	26.4	20.6	24.7	28.5	29.7	32.0	27.4	25.1	29.5	32.8
당기순이익	36.7	52.0	56.1	96.2	61.0	80.8	109.1	89.8	240.9	340.6	438.8
(% YoY)	흑전	흑전	27.1	-54.3	66.4	55.3	94.4	-6.7	18.7	41.4	28.8
순이익률	17.7	16.9	20.4	25.6	23.4	22.8	27.8	21.6	20.7	23.9	26.8

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

2021년 하반기 전망 시리즈 8

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	535.8	701.6	1,164.8	1,423.6	1,636.2
매출액증가율(%)	15.3	30.9	66.0	22.2	14.9
매출원가	390.7	509.6	748.7	867.5	955.8
매출총이익	145.2	192.0	416.1	556.1	680.5
판매비와관리비	89.5	100.3	123.3	136.8	143.3
영업이익	55.7	91.7	292.8	419.3	537.2
영업이익률(%)	10.4	13.1	25.1	29.5	32.8
금융손익	-5.0	-11.1	-8.1	0.9	-12.7
종속/관계기업관련손익	-129.3	72.9	-17.8	24.9	50.2
기타영업외손익	381.7	1.9	-0.9	2.3	2.3
세전계속사업이익	303.0	155.4	266.0	447.4	577.0
법인세비용	78.9	-47.5	25.0	106.8	138.2
당기순이익	224.1	202.9	241.0	340.6	438.8
지배주주지분 순이익	224.1	202.9	241.0	340.6	438.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,577.7	1,356.3	1,751.4	1,762.3	2,041.9
현금및현금성자산	17.6	125.1	28.9	125.1	431.7
매출채권	112.6	181.1	0.0	234.2	260.9
재고자산	302.4	452.5	646.0	755.9	816.8
비유동자산	4,402.7	4,555.4	4,672.9	5,318.7	6,025.6
유형자산	1,717.7	1,702.8	1,736.6	2,409.9	3,141.8
무형자산	20.0	21.8	23.3	30.9	39.5
투자자산	2,586.0	2,662.2	2,657.8	2,622.8	2,589.2
자산총계	5,980.4	5,911.6	6,424.2	7,080.9	8,067.5
유동부채	710.5	690.5	589.3	773.7	1,164.6
매입채무	3.8	12.3	55.0	51.2	57.9
단기차입금	90.0	150.0	30.0	30.0	30.0
유동성장기부채	296.6	251.7	160.9	119.9	119.9
비유동부채	1,114.4	866.7	1,236.1	1,367.8	1,524.7
사채	189.6	189.8	39.9	39.9	39.9
장기차입금	296.5	46.4	531.5	731.2	931.2
부채총계	1,824.9	1,557.2	1,825.4	2,141.5	2,689.3
자본금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
자본잉여금	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3
기타포괄이익누계액	-7.0	-10.9	-7.5	-7.5	-7.5
이익잉여금	1,509.7	1,712.6	1,953.6	2,294.2	2,733.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,155.5	4,354.5	4,598.8	4,939.4	5,378.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-33.0	10.2	202.1	256.6	873.3
당기순이익(손실)	224.1	202.9	241.0	340.6	438.8
유형자산감가상각비	85.5	126.6	137.6	149.6	185.5
무형자산상각비	5.9	6.3	6.1	5.9	6.2
운전자본의 증감	-189.6	-187.9	-203.5	-214.7	293.0
투자활동 현금흐름	-631.4	339.6	-418.7	-319.7	-767.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-278.7	-171.7	-139.7	-822.9	-917.4
투자자산의 감소(증가)	2,313.4	-3.3	-13.3	59.9	83.8
재무활동 현금흐름	323.9	-239.8	122.6	159.4	200.9
차입금증감	-1,606.6	-219.2	132.5	159.4	200.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-340.5	107.5	-96.3	96.2	306.6
기초현금	358.1	17.6	125.1	28.9	125.1
기말현금	17.6	125.1	28.9	125.1	431.7
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	8,098	10,604	17,604	21,516	24,730
EPS(지배주주)	3,387	3,067	3,642	5,148	6,632
CFPS	2,608	3,776	6,806	8,897	11,068
EBITDAPS	2,224	3,395	6,597	8,688	11,016
BPS	62,805	65,812	69,505	74,653	81,285
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	114.1	141.2	226.8	158.7	123.2
PCR	148.2	114.7	121.4	91.8	73.8
PSR	47.7	40.8	46.9	38.0	33.0
PBR	6.2	6.6	11.9	10.9	10.1
EBITDA	147.1	224.6	436.5	574.8	728.9
EV/EBITDA	172.1	127.4	125.1	94.8	74.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	4.8	5.4	7.1	8.5
EBITDA이익률	27.5	32.0	37.5	40.4	44.5
부채비율	43.9	35.8	39.7	43.4	50.0
금융비용부담률	3.0	3.7	1.4	1.2	1.3
이자보상배율(x)	3.5	3.6	18.2	24.4	25.3
매출채권회전율(x)	8.2	4.8	12.9	12.2	6.6
재고자산회전율(x)	2.1	1.9	2.1	2.0	2.1

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5. 27)	21,500원
상승여력	-
KOSDAQ	966.06pt
시가총액	2,462억원
발행주식수	1,145만주
유통주식비율	86.11%
외국인비중	1.72%
52주 최고/최저가	53,800원/13,750원
평균거래대금	358.7억원
주요주주(%)	
전승현 외 1 인	12.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.1	-5.7	-21.1
상대주가	-16.9	-14.6	-40.5

주가그래프



NGS 유전체 검사 기술 보유한 진단제품 및 서비스 전문 기업

- NGS(Next Generation Sequencing) 기반 유전체 검사 기술 활용한 분자진단 및 서비스 전문 기업
- 1) COVID-19 진단키트 및 진단서비스, 2) NGS 기반 유전체 검사 제품 및 서비스가 주력 사업

투자포인트 1) 해외 진단키트 수출 및 국내 진단서비스 실적 성장

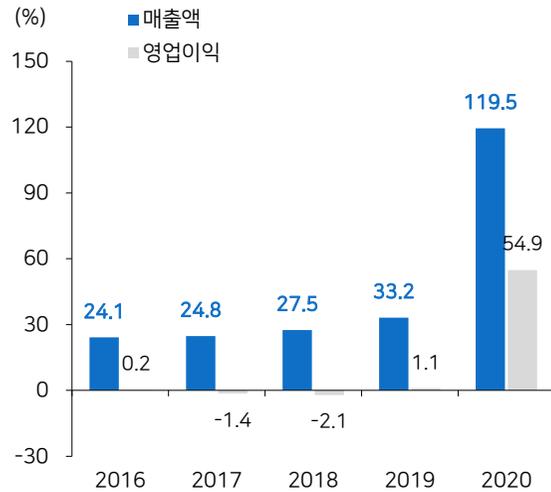
- '20E 매출액 1,195억원(+260%, 이하 YoY), 영업이익 549억원(+4,974%)로 COVID-19 진단키트 수출 효과
- 1Q21 진단키트 수출 데이터 QoQ로 감소했으나, 최근 인도 및 두바이 수출 물량 증가로 2Q21 반등 가능
- 현재 '21.4월~'21.5월 누적 수출 금액 이미 1Q21 수출 금액 초과 달성해 2Q21 견조한 매출 성장 기대

투자포인트 2) NGS와 액체생검 기반 암 동반진단 신사업 성장 기대

- 개인대상 유전자 검사 서비스(PGS)를 이용한 B2B 파트너사들과의 협력 계약 → 진단키트 의존도 ↓
- NSCLC 표적항암제 개발 및 액체생검 플랫폼 보유 업체 '에이비온' 전략적 투자(20억원)
- 향후 동반진단 분야 진출 및 에이비온 코스닥 이전상장시 지분 가치 부각

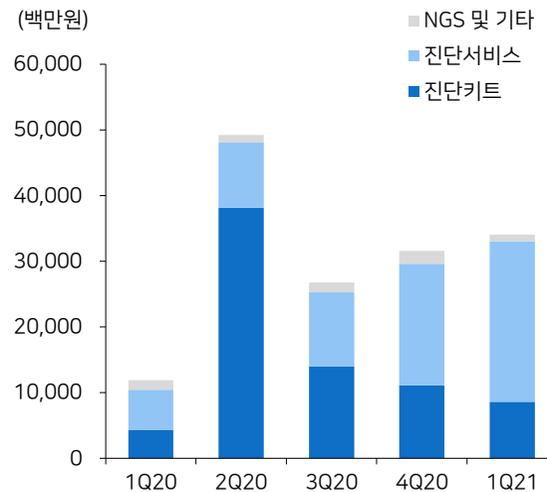
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	24.1	0.2	0.7	85	-55.8	2,934	122.6	3.5	35.7	3.1	72.6
2017	24.8	-1.4	-3.4	-402	-574.7	2,590	-25.8	4.0	66.4	-14.5	78.4
2018	27.5	-2.1	-4.0	-443	10.2	2,966	-14.1	2.1	44.8	-15.1	56.4
2019	33.2	1.1	1.0	100	-122.5	2,922	51.8	1.8	10.4	3.2	62.7
2020	119.5	54.9	42.8	3,850	3,764.8	7,130	4.9	2.7	2.9	76.4	34.0

연간 영업 실적 추이



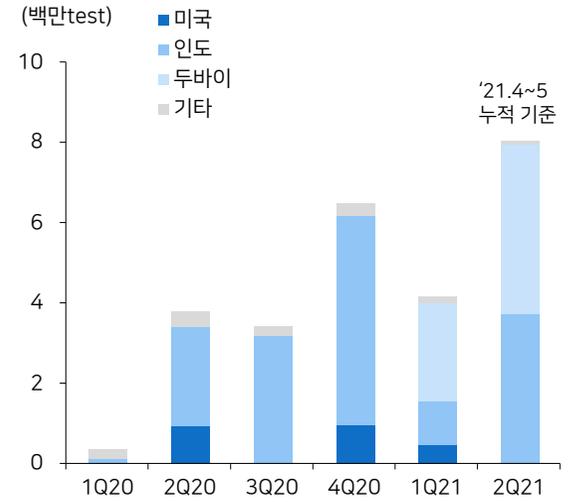
자료: 랩지노믹스, 메리츠증권 리서치센터

부문별 매출액 추이



자료: 랩지노믹스, 메리츠증권 리서치센터

지역별 수출 물량 추이



자료: 랩지노믹스, 메리츠증권 리서치센터

랩지노믹스 (084650)

2021년 하반기 전망 시리즈 8

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	24.1	24.8	27.5	33.2	119.5
매출액증가율(%)	2.0	3.1	11.0	20.5	260.1
매출원가	13.3	15.3	18.1	19.8	47.7
매출총이익	10.8	9.5	9.4	13.4	71.7
판매비와관리비	10.5	10.9	11.5	12.3	16.8
영업이익	0.2	-1.4	-2.1	1.1	54.9
영업이익률(%)	0.9	-5.7	-7.6	3.3	46.0
금융손익	-0.0	-0.7	-0.3	0.1	-0.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0
기타영업외손익	-0.1	-2.2	-1.0	0.1	-2.7
세전계속사업이익	0.1	-4.3	-3.4	1.1	51.8
법인세비용	-0.6	-0.9	0.6	0.1	9.1
당기순이익	0.7	-3.4	-4.0	1.0	42.8
지배주주지분 순이익	0.7	-3.4	-4.0	1.0	42.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	24.7	22.2	31.4	33.6	87.5
현금및현금성자산	9.7	0.5	0.4	2.0	37.8
매출채권	11.8	14.3	16.0	18.3	31.5
재고자산	0.6	0.7	0.5	0.7	2.5
비유동자산	18.6	17.6	15.7	15.9	21.8
유형자산	6.4	6.6	6.5	7.4	8.0
무형자산	8.3	6.6	4.3	3.7	1.7
투자자산	1.0	0.6	1.6	1.4	7.4
자산총계	43.2	39.9	47.1	49.5	109.4
유동부채	8.0	8.1	8.7	10.6	25.0
매입채무	3.7	3.8	3.9	4.2	8.1
단기차입금	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5
유동성장기부채	0.3	0.3	0.3	1.0	0.1
비유동부채	10.2	9.4	8.3	8.4	2.7
사채	8.7	8.4	6.4	6.1	0.0
장기차입금	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
부채총계	18.2	17.5	17.0	19.1	27.7
자본금	4.3	4.3	5.1	5.2	5.7
자본잉여금	10.7	11.5	22.6	22.5	29.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.3	-0.1	1.2
이익잉여금	10.9	7.5	3.1	4.3	48.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
자본총계	25.0	22.4	30.1	30.4	81.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동현금흐름	2.5	-1.1	0.6	3.2	46.4
당기순이익(손실)	0.7	-3.4	-4.0	1.0	42.8
유형자산감가상각비	1.3	1.3	1.4	2.3	2.2
무형자산상각비	1.0	1.5	1.9	1.5	1.2
운전자본의 증감	-1.1	-3.5	-1.5	-3.2	-17.3
투자활동 현금흐름	-5.3	-8.4	-10.6	-0.1	-8.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-1.5	-1.2	-0.6	-0.7
투자자산의 감소(증가)	1.0	0.4	-1.0	-0.1	-6.0
재무활동 현금흐름	11.2	0.3	9.9	-1.5	-1.0
차입금증감	9.6	-0.7	-1.9	1.8	0.4
자본의증가	1.0	0.8	11.9	0.0	7.3
현금의증가(감소)	8.4	-9.2	-0.1	1.6	35.8
기초현금	1.3	9.7	0.5	0.4	2.0
기말현금	9.7	0.5	0.4	2.0	37.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018	2019	2020
주당데이터(원)					
SPS	2,819	2,905	3,074	3,434	10,756
EPS(지배주주)	85	-402	-443	100	3,850
CFPS	435	295	236	653	5,729
EBITDAPS	293	165	130	506	5,251
BPS	2,934	2,590	2,966	2,922	7,130
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	122.6	-25.8	-14.1	51.8	4.9
PCR	23.9	35.3	26.4	7.9	3.3
PSR	3.7	3.6	2.0	1.5	1.8
PBR	3.5	4.0	2.1	1.8	2.7
EBITDA	2.5	1.4	1.2	4.9	58.3
EV/EBITDA	35.7	66.4	44.8	10.4	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-14.5	-15.1	3.2	76.4
EBITDA이익률	10.4	5.7	4.2	14.7	48.8
부채비율	72.6	78.4	56.4	62.7	34.0
금융비용부담률	0.4	1.7	1.4	1.3	0.2
이자보상배율(x)	2.4	-3.3	-5.4	2.6	245.3
매출채권회전율(x)	2.0	1.9	1.8	1.9	4.8
재고자산회전율(x)	41.1	40.2	46.1	54.2	75.3

셀트리온(068270) 생산 효율성 개선 효과

Analyst 김지하 02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	360,000원		
현재주가 (5. 27)	269,000원		
상승여력	33.8%		
KOSPI	3,165.51pt		
시가총액	370,995억원		
발행주식수	13,792만주		
유동주식비율	75.80%		
외국인비중	20.67%		
52주 최고/최저가	396,240원/207,204원		
평균거래대금	2,014.1억원		
주요주주(%)			
셀트리온홀딩스 외 67 인	22.75		
국민연금공단	7.90		
Ion Investments B.V. 외 1 인	7.48		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-18.0	28.6
상대주가	-0.3	-31.8	-17.5
주가그래프			



1Q21 Review: 매출은 부진했으나 생산 효율화로 수익성 크게 개선

- 1Q21 매출액 4,570억원(+22.6%, 이하 YoY)로 컨센서스 대비 -11.9% 하회
1공장 코로나19 치료제 렉키로나 생산으로 램시마와 램시마SC 생산 공백이 원인
- 영업이익은 2,077억원(+72.7%), 45.4%(+12.4%p) OPM 기록, 생산 효율성 개선 및 제품 믹스 효과

2Q21E Preview: 유럽 시장 유프라이마와 램시마 SC 성장 기대

- 2Q21E 매출액 5,261억원(+22.7%), 영업이익 2,539억원(+39.6%) 기록할 전망
- 2분기부터 유럽 출시 앞둔 유프라이마와 1공장 램시마SC 생산 재개로 1Q21 대비 실적 개선 기대

투자의견 Buy, 적정주가 360,000원 제시

- 생산 공정 효율화로 원가 개선 지속 중이며, 하반기 렉키로나 정식 허가 후 인도 및 유럽 출시 가능
- 다만, 유프라이마와 램시마SC의 하반기 재고 확보 수요 줄어들 우려 존재

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	982.1	338.7	261.8	1,914	-34.5	18,430	109.0	11.3	60.2	10.8	34.5
2019	1,128.5	378.1	297.6	2,168	17.1	20,341	82.0	8.7	43.2	11.2	33.9
2020	1,849.1	712.1	511.3	3,717	73.8	24,226	96.6	14.8	54.6	16.7	46.1
2021E	2,575.3	1,275.3	998.0	7,247	95.8	31,468	37.1	8.5	24.6	26.0	47.6
2022E	2,910.1	1,484.5	1,143.0	8,141	12.3	38,253	33.0	7.0	20.8	23.3	35.9

셀트리온 분기 및 연간 실적 Snapshot

2021년 하반기 전망 시리즈 8
제약/바이오

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	372.8	428.8	548.8	498.7	457.0	526.1	722.6	869.6	1,849.1	2,575.3	2,910.1
(% YoY)	68.2	82.5	89.9	30.3	22.6	22.7	31.7	74.4	63.9	39.3	13.0
바이오의약품	345.7	404.3	487.4	452.5	384.6	450.0	608.8	769.2	1,666.2	2,212.6	2,529.2
램시마	70.8	85.8	126.2	54.9	4.6	66.0	115.4	143.8	337.7	329.8	468.2
램시마SC	108.1	90.0	208.5	124.7	0.0	57.8	134.8	192.5	531.4	385.1	614.7
트룩시마	85.8	120.1	22.0	94.8	86.8	86.6	93.9	93.7	322.5	361.0	396.0
허쥬마	29.8	38.6	22.0	5.0	73.1	34.4	22.4	19.6	95.4	149.6	156.1
유플라이마	0.0	0.0	0.0	19.9	118.8	122.6	96.3	100.0	19.9	437.7	335.0
렉키로나	0.0	0.0	0.0	0.0	9.1	13.7	12.3	8.6	210.0	43.8	15.3
TEVA	0.0	0.0	43.9	59.8	0.0	0.0	56.0	70.0	103.7	126.0	247.8
케미컬 및 기타	27.2	24.5	61.4	46.2	72.4	76.1	113.8	100.4	255.6	362.7	380.8
영업이익	120.2	181.8	245.3	164.7	207.7	253.9	369.9	443.9	712.1	1,275.3	1,484.5
(% YoY)	55.4	118.1	137.8	44.3	72.7	39.6	50.8	169.4	88.4	79.1	16.4
영업이익률	32.2	42.4	44.7	33.0	45.4	48.3	51.2	51.0	38.5	49.5	51.0
당기순이익	105.3	138.6	175.8	99.5	197.2	195.3	284.3	340.8	517.3	1,017.6	1,165.7
(% YoY)	67.1	77.0	185.4	4.7	87.3	40.9	61.7	242.5	74.3	96.0	14.6
순이익률	28.2	32.3	32.0	20.0	43.2	37.1	39.3	39.2	28.1	39.5	40.1

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	982.1	1,128.5	1,849.1	2,575.3	2,910.1
매출액증가율(%)	3.5	14.9	63.9	39.3	13.0
매출원가	432.9	498.4	827.9	964.3	1,098.7
매출총이익	549.2	630.0	1,021.2	1,611.1	1,811.4
판매비와관리비	210.5	252.0	309.1	335.7	326.9
영업이익	338.7	378.1	712.1	1,275.3	1,484.5
영업이익률(%)	34.5	33.5	38.5	49.5	51.0
금융손익	3.5	3.4	-28.1	13.5	34.3
종속/관계기업관련손익	-0.5	-0.5	2.6	6.5	8.7
기타영업외손익	-24.0	-2.4	-35.9	38.4	0.0
세전계속사업이익	317.7	378.6	650.7	1,333.7	1,527.5
법인세비용	64.2	80.6	131.5	315.9	361.8
당기순이익	253.6	298.0	519.2	1,017.8	1,165.7
지배주주지분 순이익	261.8	297.6	511.3	998.0	1,143.0
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,517.8	3,998.5	5,082.3
현금및현금성자산	410.6	546.1	684.3	1,086.5	2,415.4
매출채권	807.7	814.4	1,252.4	2,067.8	1,854.3
재고자산	163.1	308.9	385.6	638.3	607.6
비유동자산	1,876.2	2,106.4	2,530.0	2,602.3	2,581.6
유형자산	881.4	923.6	946.3	924.7	898.1
무형자산	922.3	1,040.0	1,430.5	1,488.2	1,497.4
투자자산	47.0	65.5	79.4	115.6	112.3
자산총계	3,540.6	3,893.7	5,047.7	6,600.8	7,663.9
유동부채	678.1	657.2	1,056.8	1,419.5	1,386.1
매입채무	20.7	42.7	34.0	59.2	56.9
단기차입금	258.5	298.0	437.0	437.0	437.0
유동성장기부채	155.0	52.0	132.0	132.0	132.0
비유동부채	229.8	329.5	535.8	708.2	639.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	103.1	139.5	199.9	124.8	78.4
부채총계	907.9	986.7	1,592.5	2,127.8	2,025.1
자본금	125.5	128.3	135.0	135.0	135.0
자본잉여금	776.6	802.2	828.6	828.6	828.6
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	6.3	6.3	6.3
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,502.0	3,500.0	4,643.0
비지배주주지분	108.8	112.8	119.9	139.8	162.5
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,455.2	4,473.0	5,638.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동현금흐름	382.1	474.0	350.8	763.3	1,550.7
당기순이익(손실)	253.6	298.0	519.2	1,017.8	1,165.7
유형자산감가상각비	41.1	48.4	57.7	66.2	71.2
무형자산상각비	85.7	110.9	121.7	155.0	155.5
운전자본의 증감	-11.4	-22.7	-506.4	-477.7	189.8
투자활동 현금흐름	-193.1	-251.4	-472.0	-272.2	-142.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-79.4	-94.3	-87.0	-44.6	-44.6
투자자산의 감소(증가)	-14.3	-19.0	-11.3	-36.2	3.3
재무활동 현금흐름	-198.1	-85.9	266.0	-88.9	-79.6
차입금증감	-124.3	-17.3	299.4	-55.2	-48.3
자본의증가	21.8	28.5	33.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-8.7	135.6	138.2	402.2	1,328.9
기초현금	419.2	410.6	546.1	684.3	1,086.5
기말현금	410.6	546.1	684.3	1,086.5	2,415.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	7,179	8,223	13,442	18,702	20,726
EPS(지배주주)	1,914	2,168	3,717	7,247	8,141
CFPS	3,435	4,101	6,699	11,306	12,270
EBITDAPS	3,403	3,915	6,480	10,868	12,188
BPS	18,430	20,341	24,226	31,468	38,253
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	109.0	82.0	96.6	37.1	33.0
PCR	60.8	43.3	53.6	23.8	21.9
PSR	29.1	21.6	26.7	14.4	13.0
PBR	11.3	8.7	14.8	8.5	7.0
EBITDA	465.5	537.3	891.5	1,496.5	1,711.2
EV/EBITDA	60.2	43.2	54.6	24.6	20.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	11.2	16.7	26.0	23.3
EBITDA이익률	47.4	47.6	48.2	58.1	58.8
부채비율	34.5	33.9	46.1	47.6	35.9
금융비용부담률	1.4	1.0	0.4	1.3	1.1
이자보상배율(x)	23.8	34.9	94.9	37.8	47.4
매출채권회전율(x)	1.2	1.4	1.8	1.6	1.5
재고자산회전율(x)	5.4	4.8	5.3	5.0	4.7

셀트리온헬스케어(091990) 렉키로나 수출을 기대하자

Analyst 김지하 02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	140,000원
현재주가 (5. 27)	122,900원
상승여력	13.9%
KOSDAQ	974.08pt
시가총액	190,484억원
발행주식수	15,499만주
유동주식비율	60.57%
외국인비중	16.70%
52주 최고/최저가	173,483원/81,005원
평균거래대금	1,190.0억원

주요주주(%)	
셀트리온헬스케어홀딩스 외 18 인	38.10
Ion Investments B.V.	7.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	6.9	43.4
상대주가	11.1	-2.8	6.7

주가그래프



1Q21 Review: 트룩시마 공백이 아쉬웠던 실적

- 1Q21 매출액 3,563억원(-0.2%, 이하 YoY), 영업이익 315억원(-43.6%) 기록하며 매출 컨센(3,748억원) 하회
- 북미향 트룩시마의 공급 계획 조정에 따른 일시적인 매출 감소가 실적 부진의 원인

2Q21E Preview: 트룩시마 매출 정상화+ 신제품 효과

- 2Q21E 매출액은 4,201억원(+0.0%), 영업이익은 1,022억원(+17.7%)을 기록하며 1Q21 대비 양호할 전망
- 북미 트룩시마 매출이 예전 수준으로 정상화되며, 신제품 유플라이마 매출 성장 기대
- 3개 제품 모두 마진을 높은 제품들이기에 수익성 개선에도 크게 기여할 것

투자의견 Buy, 적정주가 140,000원 제시

- 2분기부터 파키스탄 렉키로나 수출 실적 반영 시작(추정치 미반영), 타 국가 수출 기대감도 존재
- 렉키로나 50만주 판매 가정시 동사 기준 예상 마진 1천억원 이상 전망
- 다만, 램시마SC 판매 부진 2Q21에도 지속될 경우 실적 추정치 하향 조정 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	713.5	-25.2	11.4	76	-93.5	10,875	946.6	6.6	-405.7	0.7	80.3
2019	1,100.9	82.8	65.0	431	468.6	11,029	123.1	4.8	85.9	3.9	71.0
2020	1,627.6	362.1	240.4	1,556	268.5	12,486	104.7	13.1	66.9	13.4	93.5
2021E	1,843.6	403.2	312.4	2,016	29.5	14,487	61.0	8.5	45.1	15.0	100.1
2022E	2,079.0	522.0	398.5	2,522	25.1	16,408	48.7	7.5	34.2	16.3	86.8

셀트리온헬스케어 분기 및 연간 실적 Snapshot

2021년 하반기 전망 시리즈 8
제약/바이오

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	356.9	420.3	463.4	387.0	356.3	420.1	472.5	594.7	1,627.6	1,843.6	2,079.0
(% YoY)	61.9	47.6	64.3	23.4	-0.2	0.0	2.0	53.7	47.8	13.3	12.8
램시마	151.5	150.3	166.8	147.1	163.9	142.8	145.7	165.3	615.7	617.7	585.7
램시마SC	7.0	9.4	11.3	7.7	16.0	39.2	83.7	122.6	35.5	261.6	392.3
트룩시마	161.2	205.9	236.3	189.6	111.9	180.7	168.8	206.8	793.1	668.1	755.2
허쥬마	31.8	54.6	51.0	42.6	60.6	50.4	49.3	58.2	180.0	218.5	213.4
유플라이마	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	25.0	41.9	0.0	73.9	116.3
기타	5.3	0.0	0.0	0.0	3.9	0.0	0.0	0.0	5.3	3.9	16.1
영업이익	55.8	86.8	127.7	91.8	31.5	102.2	118.5	151.1	362.1	403.2	522.0
(% YoY)	495.6	838.4	498.8	114.2	-43.6	17.7	-7.2	64.7	337.3	11.4	29.4
영업이익률	15.6	20.7	27.6	23.7	8.8	24.3	25.1	25.4	22.2	21.9	25.1
당기순이익	76.2	46.4	86.2	31.6	31.5	75.1	91.9	113.8	240.5	312.4	398.5
(% YoY)	1,204.6	447.6	749.5	-21.9	-58.6	61.7	6.7	259.8	270.3	29.9	27.6
순이익률	21.3	11.0	18.6	8.2	8.9	17.9	19.5	19.1	14.8	16.9	19.2

자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

2021년 하반기 전망 시리즈 8

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	713.5	1,100.9	1,627.6	1,843.6	2,079.0
매출액증가율(%)	-22.5	54.3	47.8	13.3	12.8
매출원가	644.6	891.6	1,085.8	1,226.3	1,331.3
매출총이익	68.9	209.3	541.8	617.3	747.8
판매비와관리비	94.1	126.5	179.7	214.1	225.8
영업이익	-25.2	82.8	362.1	403.2	522.0
영업이익률(%)	-3.5	7.5	22.2	21.9	25.1
금융손익	57.2	-9.5	4.8	-7.7	0.9
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.8	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.5	2.8	-52.1	1.4	-9.2
세전계속사업이익	24.4	75.4	314.7	397.0	513.6
법인세비용	13.0	10.4	74.3	84.6	115.1
당기순이익	11.4	65.0	240.4	312.4	398.5
지배주주지분 순이익	11.4	65.0	240.4	312.4	398.5
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,498.9	4,250.6	4,695.8
현금및현금성자산	240.4	297.0	231.5	434.7	753.3
매출채권	403.5	368.6	312.1	528.7	540.4
재고자산	1,696.9	1,623.6	2,034.6	1,982.5	2,026.3
비유동자산	155.2	182.6	240.8	242.2	242.8
유형자산	0.4	2.4	6.2	6.1	6.5
무형자산	2.9	2.6	4.6	4.7	4.8
투자자산	32.7	27.1	4.0	5.3	5.4
자산총계	2,948.6	2,848.9	3,739.7	4,492.7	4,938.6
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,657.8	2,020.2	2,062.5
매입채무	646.3	570.7	955.4	1,138.3	1,163.4
단기차입금	16.8	114.4	197.6	106.1	106.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	34.0	111.9	149.0	227.3	232.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,313.1	1,183.0	1,806.8	2,247.5	2,294.8
자본금	140.5	143.9	151.8	151.8	151.8
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,408.6	1,408.6	1,408.6
기타포괄이익누계액	-11.4	-43.3	-34.4	-34.4	-34.4
이익잉여금	267.5	329.6	562.9	875.3	1,273.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,932.9	2,245.3	2,643.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-184.2	-163.8	-22.6	348.0	370.5
당기순이익(손실)	11.4	65.0	240.4	312.4	398.5
유형자산감가상각비	0.1	1.8	2.6	3.9	3.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
운전자본의 증감	-126.8	-221.1	-389.2	32.3	-29.5
투자활동 현금흐름	253.0	164.2	-136.2	-54.0	-50.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.3	-0.8	-3.8	-3.9
투자자산의 감소(증가)	17.6	4.8	22.9	-1.3	-0.1
재무활동 현금흐름	-83.1	85.8	87.6	-90.8	-1.0
차입금증감	9.0	32.3	87.8	-89.6	0.1
자본의증가	14.6	17.0	25.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-11.0	56.6	-65.5	203.2	318.6
기초현금	251.4	240.4	297.0	231.5	434.7
기말현금	240.4	297.0	231.5	434.7	753.3
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	4,655	7,158	10,537	11,896	13,156
EPS(지배주주)	74	422	1,556	2,016	2,522
CFPS	-121	664	2,373	2,583	3,259
EBITDAPS	-162	552	2,363	2,630	3,328
BPS	10,664	10,816	12,486	14,487	16,408
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	947.1	123.0	104.7	61.0	48.7
PCR	-584.0	78.3	68.7	47.6	37.7
PSR	15.1	7.3	15.5	10.3	9.3
PBR	6.6	4.8	13.1	8.5	7.5
EBITDA	-24.9	84.9	365.1	407.5	525.9
EV/EBITDA	-405.7	85.9	66.9	45.1	34.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.7	3.9	13.4	15.0	16.3
EBITDA이익률	-3.5	7.7	22.4	22.1	25.3
부채비율	80.3	71.0	93.5	100.1	86.8
금융비용부담률	0.1	0.6	0.5	0.1	0.1
이자보상배율(x)	-33.4	12.1	42.2	353.7	457.1
매출채권회전율(x)	1.7	2.9	4.8	4.4	3.9
재고자산회전율(x)	0.4	0.7	0.9	0.9	1.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

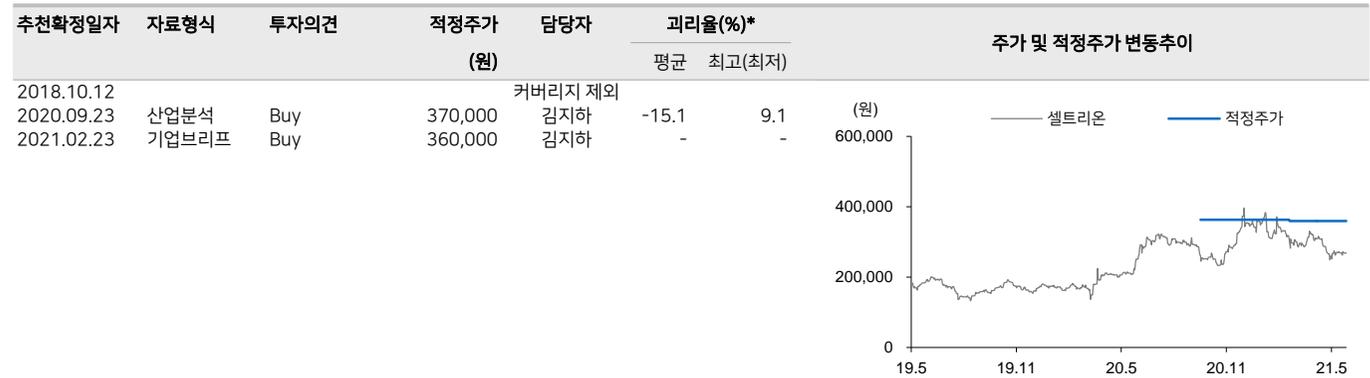
삼성바이오로직스(207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.23	산업분석	Buy	960,000	김지하	-27.3	-24.7	
2020.10.22	기업브리프	Buy	900,000	김지하	-13.0	-2.2	
2021.01.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김지하	-	-	

셀트리온(068270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



셀트리온헬스케어(091990) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

