

셀트리온 (068270)

제약/바이오

하현수



02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (M)
현재주가 (5/8)	162,400원
상승여력	29%

시가총액	237,642억원
총발행주식수	146,331,198주
60일 평균 거래대금	908억원
60일 평균 거래량	570,801주
52주 고	204,696원
52주 저	135,822원
외인지분율	20.46%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 76인 22.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.8	(2.8)	(0.5)
상대	0.9	(3.9)	4.7
절대(달러환산)	1.5	(7.3)	(4.2)

1Q23Re: 램시마SC로 수익성 방어

1Q23Re: 램시마SC로 수익성 방어

연결 기준 매출액 5,975억원(+12.4%yoy), 영업이익 1,823억원(+41.0%yoy, OPM 30.5%)를 기록. 바이오시밀러 매출은 전년 동기 대비 49% 증가. 램시마IV와 트룩시마가 견조한 매출을 유지했으며, 램시마SC의 매출이 증가. 4Q22 기준 유럽 주요국에서의 램시마SC 시장 점유율은 16.1%(수량 기준)를 차지하며 매분기 점유율 증가가 지속.

고수익 품목인 램시마SC 매출이 크게 증가하였고 전체 매출에서 바이오시밀러 비중이 높았으나, 기존 헬스케어에 매각한 미국 법인의 코로나 진단 키트 판매 가격 하락 영향으로 컨센서스를 하회하는 영업 이익 시현. 다만 코로나 진단 키트 재고가 대부분 소진됨에 따라 이후 이익에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단.

23년 유플라이마와 램시마SC 승인 예상

유플라이마에 대해 FDA는 5/30(미국 시간)까지 승인 여부를 결정할 예정. DP CMO 시설에 대한 FDA 실사에서 VAI 등급 판정을 받으면서 유플라이마의 승인 가능성은 높다고 판단. 그러나 애브비의 1분기 실적발표에서 휴미라의 미국 시장 매출은 약 29억 달러로 전년 동기 대비 26.1% 하락. 동기간 암제비타(암젠)의 매출액은 5,100만 달러를 기록하며 가격 인하에 따른 매출 하락이 주요 원인으로 추정되며 7월 다수 품목 출시 예정으로 경쟁 심화는 더욱 가속화 될 것으로 예상.

4분기에는 램시마SC에 대한 FDA 승인이 예상. 가격 인하 경쟁이 치열한 휴미라 시장과는 달리 램시마 SC는 레미케이드 시장에서 유일한 피하 주사 제형. 자가 투약으로 인한 투약 편의성과 함께 병원 방문으로 인한 비용이 없어 가격 경쟁에서도 유리해 24년으로 예상되는 미국 출시 이후에는 높은 이익 기여 전망.

투자 의견 Buy, 목표주가 21만원 유지

투자 의견 매수와 목표주가 21만원을 유지. 유플라이마와 램시마SC 허가 외에도 23년 스텔라라, 아일리아, 졸레어 등 총 5개의 시밀러 품목 허가를 신청할 예정이며 최근 오크레부스 시밀러의 임상3상 IND를 신청하며 후속 시밀러 파이프라인을 추가. 다수의 신제품 출시로 기존 시밀러 가격 경쟁으로 인한 이익을 하락을 방어할 것으로 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	597	12.4	17.0	599	-0.2
영업이익	182	41.0	81.2	191	-4.5
세전계속사업이익	210	63.0	329.4	194	8.1
지배순이익	159	34.3	130.0	159	-0.2
영업이익률 (%)	30.5	+6.2 %pt	+10.8 %pt	31.9	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	26.6	+5.1 %pt	+13.0 %pt	26.6	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,893	2,284	2,592	2,949
영업이익	744	647	796	944
지배순이익	579	538	631	726
PER	64.5	45.5	37.7	32.7
PBR	9.4	5.8	4.9	4.3
EV/EBITDA	38.2	28.2	23.3	20.0
ROE	16.0	13.4	14.2	14.3

자료: 유안타증권

1Q23 셀트리온 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	1Q23P	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	597.5	531.5	+12.4%	510.6	+17.0	598.7	-0.2%	603.7	-1.0%
영업이익	182.3	129.3	+41.0	100.6	+81.2	190.9	-4.5%	182.9	-0.3%
영업이익률	30.5%	24.3%	+8.2%pt	19.7%	+10.8%pt	31.9%	-1.4%pt	30.3%	+0.2%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

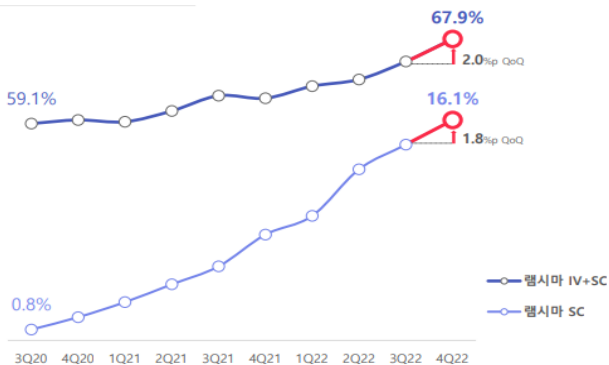
셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	531.5	596.2	626.7	510.6	597.5	654.1	669.2	671.2	2284.0	2592.0	2948.7
YoY	16.3%	38.1%	56.3%	(15.4)%	12.4%	9.7%	6.8%	31.4%	20.6%	13.5%	13.8%
바이오시밀러	265.8	345.8	332.2	339.5	406.3	443.9	487.1	492.7	1145.6	1830.1	2135.0
제약/케미컬	95.7	137.1	119.1	97.0	101.6	116.6	109.5	108.7	448.9	436.3	458.2
기타(TEVA 포함)	170.1	113.3	175.5	74.0	89.6	93.6	72.5	69.8	532.9	325.6	355.6
매출 총이익	232.4	300.3	281.1	200.0	264.1	293.0	301.1	302.0	1032.8	1160.3	1356.4
판매 관리비	103.1	101.2	75.7	99.3	89.6	92.9	93.7	96.0	389.9	364.3	412.8
영업 이익	129.3	199.0	205.3	100.6	182.4	200.2	207.4	206.0	647.2	796.0	943.6
YoY	(37.7%)	21.9%	25.2%	(50.2)%	41.0%	0.6%	1.0%	104.8%	(13.0%)	23.0%	18.5%
OPM	24.3%	33.4%	32.8%	19.7%	30.5%	30.6%	31.0%	30.7%	28.3%	30.7%	32.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

렘시마 SC 점유율 추이(EU5)



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	Remsima SC	-	허가신청(22.12)	허가 획득
	Yuflyma adalimumab	\$34.8bn	허가신청(20.11)	허가 획득
	CT-P43(bSTELARA®)	\$17.7bn	허가 준비	
	CT-P47(bACTEMRA®)	\$2.8bn	임상 3상	
항반응성	CT-P42(bEYLEA®)	\$9.6bn	허가 준비	
천식·두드러기	CT-P39(bXOLAIR®)	\$3.8bn	허가 준비	허가신청(23.4)
골다공증	CT-P41(bPROLIA®)	\$6.2bn	임상 3상	
다발성경화증	CT-P53(bOCREVUS®)	\$6.7bn	임상 3상 신청	

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,592	2,949	3,296
매출원가	806	1,251	1,432	1,592	1,747
매출총이익	1,088	1,033	1,160	1,356	1,549
판관비	343	385	364	413	445
영업이익	744	647	796	944	1,104
EBITDA	958	874	1,031	1,194	1,352
영업외손익	-6	-21	34	11	23
외환관련손익	33	17	0	0	0
이자손익	-4	7	7	11	23
관계기업관련손익	-4	7	0	0	0
기타	-31	-52	26	0	0
법인세비용차감전순이익	739	626	830	955	1,127
법인세비용	153	95	192	221	261
계속사업순이익	586	531	637	733	865
중단사업순이익	10	11	0	0	0
당기순이익	596	543	637	733	865
지배지분순이익	579	538	631	726	857
포괄순이익	615	566	646	742	875
지배지분포괄이익	599	562	634	727	857

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	1,026	1,022	1,206
당기순이익	596	543	637	733	865
감가상각비	62	65	60	58	53
외환손익	-16	-18	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	4	-7	0	0	0
자산부채의 증감	0	-748	-6	-131	-78
기타현금흐름	266	167	335	362	365
투자활동 현금흐름	-356	-297	-492	-445	-164
투자자산	-24	-30	-136	-96	-96
유형자산 증가 (CAPEX)	-63	-111	-45	-41	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-268	-156	-311	-309	-68
재무활동 현금흐름	-69	-350	41	30	29
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-132	-54	0	0	0
자본	21	10	6	0	0
현금배당	0	-102	-52	-51	-51
기타현금흐름	41	-203	87	82	80
연결범위변동 등 기타	18	9	-488	-437	-432
현금의 증감	504	-637	87	169	639
기초 현금	684	1,188	551	638	807
기말 현금	1,188	551	638	807	1,446
NOPLAT	744	647	796	944	1,104
FCF	848	-110	981	981	1,206

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

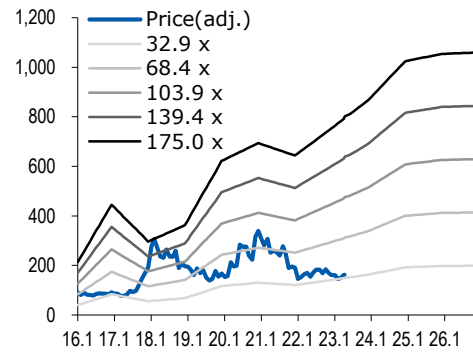
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,426	3,897	4,779
현금및현금성자산	1,188	551	638	807	1,446
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,806	1,973	2,114
재고자산	578	616	786	906	1,007
비유동자산	2,600	2,962	3,265	3,510	3,479
유형자산	950	1,007	992	975	921
관계기업등 지분관련자산	65	89	224	320	416
기타투자자산	24	29	29	29	29
자산총계	5,674	5,892	6,692	7,408	8,258
유동부채	1,210	1,294	1,417	1,418	1,426
매입채무 및 기타채무	309	371	561	561	570
단기차입금	512	554	554	554	554
유동성장기부채	57	84	84	84	84
비유동부채	413	323	384	393	393
장기차입금	170	152	152	152	152
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,624	1,617	1,801	1,811	1,819
지배지분	3,917	4,139	4,733	5,417	6,231
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,064	4,738	5,543
비지배지분	133	135	157	181	208
자본총계	4,050	4,274	4,891	5,597	6,439
순차입금	-518	179	93	-76	-715
총차입금	744	792	792	792	792

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	3,966	3,677	4,310	4,959	5,853	
BPS	27,056	28,909	33,178	37,970	43,678	
EBITDAPS	6,952	6,206	7,044	8,162	9,237	
SPS	12,960	15,615	17,713	20,151	22,521	
DPS	708	361	361	361	361	
PER	64.5	45.5	37.7	32.7	27.7	
PBR	9.4	5.8	4.9	4.3	3.7	
EV/EBITDA	38.2	28.2	23.3	20.0	17.2	
PSR	19.7	10.7	9.2	8.1	7.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	2.4	20.6	13.5	13.8	11.8	
영업이익 증가율 (%)	3.6	-13.0	23.0	18.5	17.0	
지배순이익 증가율 (%)	11.9	-7.2	17.3	15.1	18.0	
매출총이익률 (%)	57.4	45.2	44.8	46.0	47.0	
영업이익률 (%)	39.3	28.3	30.7	32.0	33.5	
지배순이익률 (%)	30.6	23.5	24.3	24.6	26.0	
EBITDA 마진 (%)	50.6	38.2	39.8	40.5	41.0	
ROIC	16.3	13.9	13.5	14.5	16.1	
ROA	10.8	9.3	10.0	10.3	10.9	
ROE	16.0	13.4	14.2	14.3	14.7	
부채비율 (%)	40.1	37.8	36.8	32.3	28.2	
순차입금/자기자본 (%)	-13.2	4.3	2.0	-1.4	-11.5	
영업이익/금융비용 (배)	90.4	86.2	91.1	107.7	126.2	

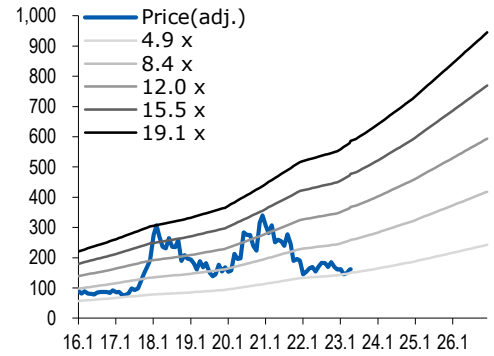
P/E band chart

(천원)



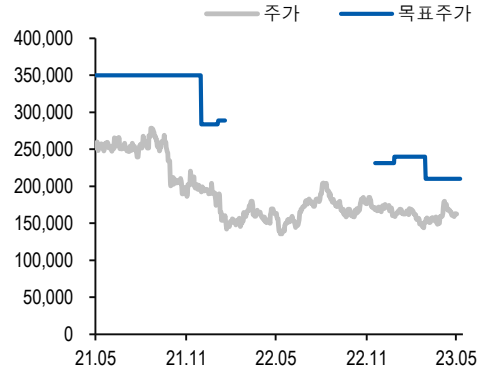
P/B band chart

(천원)



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-05-09	BUY	210,000	1년		
2023-03-06	BUY	210,000	1년		
2022-11-24	BUY	231,186	1년	-28.98	-24.17
2021-12-07	BUY	283,632	1년	-40.42	-27.83
2021-08-10	1년 경과 이후		1년	-33.66	-18.95
2020-08-10	BUY	343,519	1년	-22.67	9.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	90.5
Hold(중립)	9.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.