Company Report

셀트리온

068270

May 09, 2023

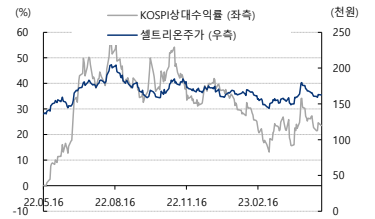
Buy 유지

TP 240,000 원 유지

Company Data

현재가(05/08)	162,400 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	204,696 원
52 주 최저가(보통주)	135,822 원
KOSPI (05/08)	2,513.21p
KOSDAQ (05/08)	842.28p
자본금	1,408 억원
시가총액	237,642 억원
발행주식수(보통주)	14,633 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	55.0 만주
평균거래대금(60 일)	932 억원
외국인지분(보통주)	20.46%
주요주주	
셀트리온홀딩스 외 76 인	22.81%
국민연금공단	7.40%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	1.8	-10.1	-0.5
상대주가	0.9	-14.2	4.7

제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

KYOBO 교보증권

1Q23 Re. 일회성 제외시 견조한 실적 (Q&A 포함)

1Q23 실적 Review

1Q23 매출 5,975억(QoQ +17.0%/YoY +8.5%), OP 1,824억(QoQ +81.2%/YoY +28.2%) 기록하며 컨센서스(1,909억)에 사실상 부합. 1Q23 실적의 주안점은 1) 고수익성 제품인 램시마SC 매출이 1,613억 반영되고 트룩시마 매출은 1,135억을 기록하는 등 바이오시밀러 매출만 4,063억을 기록한 점, 2) 진단키트 매출 반영시 판매 가격이 하락하며 매출의 10% 정도 이익에 부정적인 영향을 미친 점 등. 참고로 현재 보유 재고는 대부분 소진

2023년 연간 실적 Forecast

2023년 매출 2조 6,478억(YoY +15.9%), OP 8,300억(YoY +28.3%, OPM 31.3%) 예상. 외형 성장의 근거는 관계사인 셀트리온헬스케어가 제시한 연간 매출 가이던스로 YoY +20%(약 4,000억)를 제시한 점과 유플라이마/램시마SC 미국 출시를 앞두고 일부 재고 수요 증가분을 고려한 추정치. 매출총이익률은 램시마SC 등 고수익성 제품 매출 분이 증가하며 3.5%p 개선 추정. 매출 대비 판관비율은 전년 대비 소폭 증가(+0.4%p) 가정.

투자의견 Buy, 목표주가 24만원 유지

셀트리온에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 24만원 유지. 단기적으로 셀트리온 주가에 영향을 미칠 요소는 휴미라 시밀러인 유플라이마의 FDA 품목허가 여부. 유플라이마 PDUFA 일정은 5/30일이며 5월말/6월초에 결정될 것. 주가에 장기적으로 미칠 요소로는 올해 3월초 제시한 셀트리온 3사 합병 가시화 여부. 3사 합병을 위해서는 소액 주주들의 동의가 중요하기 때문에 향후 관련 의사 결정 가시화 시점에 주목해볼 만. 1Q23 컨콜에서 공개된 R& D 업데이트 사항은 4가지 1) Xolair 3상 동등성 확인 및 유럽 허가 신청 완료 2) Eylea 3상 동등성 확인 및 1H23 허가 신청 예정 3) Ocrevus 3상 IND 신청 예정 4) Stelara 1달 내 글로벌 허가 신청 예정 등. 현재 셀트리온은 동사가 공언한 바대로 25년까지 11개 제품 출시를 위한 준비를 실현해나가고 있는 과정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	**1,893**	**2,284**	**2,648**	**2,958**	**3,179**
YoY(%)	2.4	20.6	15.9	11.7	7.5
영업이익(십억원)	**744**	**647**	**830**	**994**	**1,078**
OP 마진(%)	39.3	28.3	31.3	33.6	33.9
순이익(십억원)	**596**	**543**	**691**	**843**	**930**
EPS(원)	4,203	3,821	4,683	5,710	6,300
YoY(%)	9.5	-9.1	22.6	21.9	10.3
PER(배)	47.1	42.0	34.7	28.4	25.8
PCR(배)	28.1	24.4	21.3	18.9	18.0
PBR(배)	7.0	5.5	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA(배)	28.1	26.2	22.9	19.6	17.9
ROE(%)	16.0	13.4	15.4	16.2	15.4

[도표 1] 셀트리온 실적 추정(연결 기준)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F		2022	2023F	2024F
매출액	5,506	5,961	6,267	5,106	5,975	6,527	6,830	7,145		22,840	26,478	29,575
QoQ(%)	-8.8%	8.3%	5.1%	-18.5%	17.0%	9.2%	4.6%	4.6%				
YoY(%)	20.5%	38.1%	56.3%	-15.4%	8.5%	9.5%	9.0%	39.9%		20.6%	15.9%	11.7%
램시마 IV	*1,488*	*2,444*	*2,195*	*1,685*	*1,135*	*1,882*	*1,932*	*2,005*		*7,813*	*6,954*	*7,018*
QoQ(%)	*45.1%*	*64.3%*	*-10.2%*	*-23.2%*	*-32.6%*	*65.8%*	*2.6%*	*3.8%*				
YoY(%)	*3156.7%*	*146.1%*	*88.8%*	*64.3%*	*-23.7%*	*-23.0%*	*-12.0%*	*19.0%*		*142.1%*	*-11.0%*	*0.9%*
램시마 SC	*0*	*0*	*0*	*153*	*1,613*	*380*	*390*	*430*		*153*	*2,813*	*3,045*
QoQ(%)					*953.1%*	*-76.4%*	*2.6%*	*10.3%*				
YoY(%)											*1736.4%*	*8.2%*
트룩시마	*716*	*596*	*188*	*715*	*1,135*	*477*	*564*	*572*		*2,215*	*2,748*	*3,045*
QoQ(%)	*295.2%*	*-16.7%*	*-68.5%*	*280.3%*	*58.8%*	*-58.0%*	*18.3%*	*1.4%*				
YoY(%)	*-17.6%*	*-56.9%*	*-84.9%*	*294.7%*	*58.6%*	*-20.0%*	*200.0%*	*-20.0%*		*-39.7%*	*24.1%*	*10.8%*
허쥬마	*330*	*119*	*752*	*255*	*179*	*450*	*464*	*472*		*1,457*	*1,565*	*1,885*
QoQ(%)	*-31.6%*	*-63.9%*	*530.8%*	*-66.0%*	*-29.8%*	*151.0%*	*3.1%*	*1.7%*				
YoY(%)	*-54.8%*	*176.1%*	*837.8%*	*-47.1%*	*-45.7%*	*277.5%*	*-38.3%*	*84.9%*		*8.9%*	*7.4%*	*20.4%*
유플라이마						*620*	*637*	*689*			*1,946*	*3,567*
QoQ(%)							*2.7%*	*8.2%*				
YoY(%)												*83.3%*
기타	*2,972*	*2,801*	*3,132*	*2,298*	*1,912*	*2,718*	*2,844*	*2,977*		*11,202*	*10,451*	*11,015*
QoQ(%)	*-24.3%*	*-5.7%*	*11.8%*	*-26.6%*	*-16.8%*	*42.2%*	*4.6%*	*4.7%*				
YoY(%)	*71.1%*	*47.4%*	*105.5%*	*-41.4%*	*-35.7%*	*-3.0%*	*-9.2%*	*29.6%*		*23.3%*	*-6.7%*	*5.4%*
영업이익	1,423	1,990	2,053	1,006	1,824	2,108	2,146	2,223		6,472	8,300	9,937
OPM	25.8%	33.4%	32.8%	19.7%	30.5%	32.3%	31.4%	31.1%		28.3%	31.3%	33.6%
QoQ(%)	-35.9%	39.8%	3.2%	-51.0%	81.2%	15.6%	1.8%	3.6%				
YoY(%)	-31.5%	21.9%	25.2%	-54.7%	28.2%	6.0%	4.5%	120.9%		-13.0%	28.3%	19.7%
당기순이익	1,212	1,840	1,669	704	1,671	1,741	1,741	1,758		5,426	6,910	8,430
당기순익률	22.0%	30.9%	26.6%	13.8%	28.0%	26.7%	25.5%	24.6%		23.8%	26.1%	28.5%
QoQ(%)	-5.7%	51.8%	-9.3%	-57.8%	137.2%	4.2%	0.0%	1.0%				
YoY(%)	-38.5%	42.1%	18.8%	-45.2%	37.8%	-5.4%	4.3%	149.6%		-8.9%	27.4%	22.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 셀트리온 1Q23 실적 컨센서스와 비교(단위: 억원)

	1Q23P	컨센서스	차이	1Q22	YoY(%)	4Q22	QoQ(%)
매출액	5,975	5,987	-12	5,506	8.5%	5,106	7.8%
영업이익	1,824	1,909	-85	1,423	28.2%	1,006	41.4%
순이익	1,671	1,594	77	1,212	37.8%	704	72.1%
영업이익률	30.5%	31.9%		25.8%		19.7%	
순이익률	28.0%	26.6%		22.0%		13.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 셀트리온 2Q23 & 2023 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	2Q23			2023		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	6,527	6,724	-197	26,478	26,795	-318
영업이익	2,108	2,374	-266	8,300	9,459	-1158
순이익	1,741	1,523	218	6,910	7,560	-650
영업이익률	32.3%	35.3%		31.3%	35.3%	
순이익률	26.7%	22.6%		26.1%	28.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A

Q1. 바이오시밀러 매출이 증가한 것에 비해 전체 OPM은 낮은데 진단키트 판매에 따른 부정적 영향 얼마인지?

A. 전체 실적의 10% 정도 실적 영향 미쳐. 진단키트 영향 제외시 기존에 예상한 수익성 부합. 현재는 진단키트 재고 다 소진되어 향후 부정적인 영향 없을 것

Q2. 동사 제품의 CMO 생산 비중이나 생산 일정은 어떻게 되는지?

A. 1Q23 실적에도 CMO 생산 분 일부 반영. 램시마 IV의 최대 20% 아웃소싱 검토 중이며 이미 동사의 기존 설비는 풀 가동 수준으로 가동 중. 다만 (CMO 생산 분의 원가가 동사 직접 생산에 비해 높으나 램시마IV 생산 분의) 20%만 CMO에 맡기기 때문에 전사 손익에 미치는 영향 크지 않을 것.

Q3. 아일리아 고용량 출시에 따른 아일리아 시밀러(저용량)에 미칠 영향은?

A. 동사도 아일리아 고용량 개발 중. 아직 다른 경쟁사의 고용량 시밀러 개발 소식은 들은 바 없음. 현재 4개월 투약 주기의 황반변성 치료제는 바비스모와 아일리아 고용량 뿐. 현 상황에서는 아일리아 고용량 출시를 위해 미국/유럽 규제기관과 논의 중이며 일정이나 특허 회피 관련 하여 가이드라인을 말하기는 어려운 단계. 휴미라 고용량 임상/허가 진행해본 경험을 비추어볼 때 고용량 개발이 아주 큰 어려움은 아냐. 다만 아일리아 고용량 개발하면서 차별화 전략을 수립할 필요는 있어

Q4. 램시마SC 판매가 증가한 이유는 유럽 판매량 증가 영향인지 미국 출시를 위한 준비 영향인지?

A. 헬스케어로부터 PO 받을 때는 판매 국가에 대해 자세하게 공유하지는 않아. 다만 동사가 파악한 바에 따르면 유럽 판매 호조 때문에 추가 발주가 온 것으로 이해

Q5. 스텔라라 관련 품목 허가 신청 예상 시점은?

A. 일본 승인을 위해 필요한 일본인 대상 PK 확인용 1상 결과 포함해서 글로벌 허가 신청 진행할 것. 한 달 내 글로벌 규제 기관 허가 신청 예상

Q6. 휴미라 시밀러 예상 승인 일정 및 DP 생산 관련 문제 없는지?

A. 휴미라 PDUFA 일정은 5/30일. 5월말/6월초 전후로 FDA 승인 예상. COVID 이후 의약품 공급 안전성은 빅파마 등에서도 중요하게 생각하는 이슈. 동사도 이런 점을 유의하고 있으며 휴미라 시밀러 시장에서도 공급 안정성은 중요한 이슈가 될 것. 휴미라 DP는 우선 CMO를 활용해 승인 받고 이후 오창에 위치한 자사 DP 설비 활용해서 생산/판매할 것. 기존 DP CMO 문제는 완전히 해결. 향후에는 DP는 듀얼 사이트 이상을 둘 예정. 최대 2,300만 시린지(세계적 규모) 생산 가능한 오창 DP 설비를 중심으로 유럽/미국 등에서 추가 사이트 둘 것. 오창 DP 설비도 지난 달 FDA 실사 받음

[셀트리온 068270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,648	2,958	3,179
매출원가	806	1,251	1,359	1,429	1,536
매출총이익	1,088	1,033	1,289	1,529	1,644
매출총이익률 (%)	57.4	45.2	48.7	51.7	51.7
판매비와관리비	343	385	459	535	566
영업이익	744	647	830	994	1,078
영업이익률 (%)	39.3	28.3	31.3	33.6	33.9
EBITDA	958	874	1,032	1,177	1,243
EBITDA Margin (%)	50.6	38.2	39.0	39.8	39.1
영업외손익	-6	-21	-29	-14	5
관계기업손익	-4	7	7	7	7
금융수익	42	25	25	40	58
금융비용	-13	-14	-12	-12	-12
기타	-31	-40	-48	-48	-48
법인세비용차감전순손익	739	626	801	980	1,083
법인세비용	153	95	121	148	164
계속사업순손익	586	531	680	832	919
중단사업순손익	10	11	11	11	11
당기순이익	596	543	691	843	930
당기순이익률 (%)	31.5	23.8	26.1	28.5	29.3
비지배지분순이익	16	5	6	7	8
지배지분순이익	579	538	685	836	922
지배순이익률 (%)	30.6	23.5	25.9	28.3	29.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	24	24	24	24
포괄순이익	615	566	715	867	954
비지배지분포괄이익	16	5	6	7	8
지배지분포괄이익	599	562	709	859	946

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,659	4,600	5,610
현금및현금성자산	1,188	551	956	1,604	2,404
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,900	2,118	2,274
재고자산	578	616	715	798	858
기타유동자산	186	127	89	80	73
비유동자산	2,600	2,962	2,810	2,677	2,562
유형자산	950	1,007	949	897	851
관계기업투자금	65	89	120	151	183
기타금융자산	24	29	29	29	29
기타비유동자산	1,560	1,837	1,711	1,599	1,499
자산총계	5,674	5,892	6,469	7,277	8,172
유동부채	1,210	1,294	1,218	1,225	1,230
매입채무 및 기타채무	309	371	379	386	390
차입금	512	554	554	554	554
유동성채무	57	84	0	0	0
기타유동부채	331	286	286	286	286
비유동부채	413	323	322	322	321
차입금	170	152	152	152	152
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	243	172	171	170	170
부채총계	1,624	1,617	1,540	1,546	1,551
지배지분	3,917	4,139	4,773	5,549	6,412
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,113	4,890	5,752
기타자본변동	-154	-406	-406	-406	-406
비지배지분	133	135	155	181	209
자본총계	4,050	4,274	4,928	5,730	6,621
총차입금	744	792	707	707	706

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	752	946	1,101
당기순이익	596	543	691	843	930
비현금항목의 가감	452	423	429	422	401
감가상각비	62	65	58	52	46
외환손익	-16	-18	1	1	1
지분법평가손익	4	-7	-7	-7	-7
기타	402	384	377	376	361
자산부채의 증감	0	-748	-263	-202	-117
기타현금흐름	-136	-217	-104	-117	-114
투자활동 현금흐름	-356	-297	-413	-415	-416
투자자산	-24	-30	-24	-24	-24
유형자산	-63	-111	0	0	0
기타	-268	-156	-389	-390	-392
재무활동 현금흐름	-69	-350	-53	24	24
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	21	10	6	0	0
현금배당	0	-102	-52	-53	-53
기타	-91	-258	-7	77	77
현금의 증감	504	-637	405	648	801
기초 현금	684	1,188	551	956	1,604
기말 현금	1,188	551	956	1,604	2,404
NOPLAT	590	549	704	843	915
FCF	741	-84	643	824	963

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,203	3,821	4,683	5,710	6,300
PER	47.1	42.0	34.7	28.4	25.8
BPS	28,397	29,398	32,617	37,923	43,818
PBR	7.0	5.5	5.0	4.3	3.7
EBITDAPS	6,952	6,206	7,054	8,041	8,497
EV/EBITDA	28.1	26.2	22.9	19.6	17.9
SPS	12,960	15,615	18,095	20,211	21,727
PSR	15.3	10.3	9.0	8.0	7.5
CFPS	5,372	-595	4,395	5,634	6,580
DPS	750	375	375	375	375

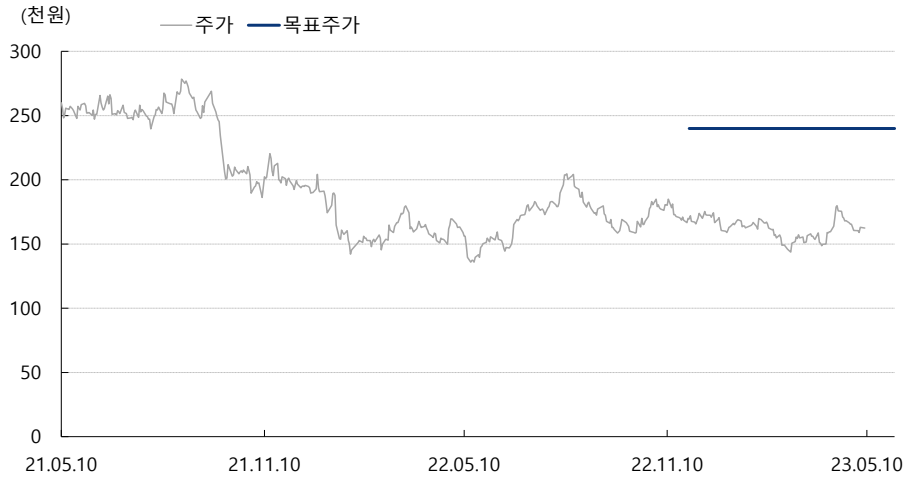
재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	2.4	20.6	15.9	11.7	7.5
영업이익 증가율	3.6	-13.0	28.2	19.7	8.5
순이익 증가율	13.3	-8.9	27.4	21.9	10.3
수익성					
ROIC	16.3	13.9	16.1	18.8	20.0
ROA	10.8	9.3	11.1	12.2	11.9
ROE	16.0	13.4	15.4	16.2	15.4
안정성					
부채비율	40.1	37.8	31.3	27.0	23.4
순차입금비율	13.1	13.4	10.9	9.7	8.6
이자보상배율	90.4	86.2	123.7	148.1	160.6

자료: 셀트리온, 교보증권 리서치센터

셀트리온 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.11.30	매수	240,000	(32.33)	(25.08)					
2023.05.09	매수	240,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

· 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
· 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
· 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	99.1	0.0	0.9	0.0

[업종 투자의견]
Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하