

Company Brief

2023-05-30

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	210,000 원(신규)
증가(2023/05/26)	173,100 원
상승여력	21.3 %

Stock Indicator	
자본금	141 십억원
발행주식수	14,639만주
시가총액	25,340 십억원
외국인지분율	20.7%
52 주 주가	143,700~212,500 원
60 일평균거래량	555,432 주
60 일평균거래대금	90.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	19.2	2.0	15.4
상대수익률	5.5	13.2	-3.2	18.4



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	2,284	2,515	2,870	3,168
영업이익(십억원)	647	803	942	1,027
순이익(십억원)	538	652	780	867
EPS(원)	3,677	4,453	5,326	5,925
BPS(원)	29,398	32,526	37,611	43,293
PER(배)	43.6	38.9	32.5	29.2
PBR(배)	5.5	5.3	4.6	4.0
ROE(%)	13.4	14.6	15.2	14.6
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	26.1	24.0	21.0	19.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

셀트리온(068270)

24 조원 휴미라 미국 시장 개화

24 조원 규모 휴미라 미국 시장으로 진출

동사는 지난 5 월 23 일 '유폴라이마'('휴미라'의 바이오시밀러)의 미국 FDA 승인을 받았으며, 올해 7 월 1 일 출시를 통해 24 조원 규모 '휴미라' 미국 시장에 진출할 예정이다. '유폴라이마'는 고농도(미국 시장의 85%) 제형과 원가경쟁력(미국 직접판매)을 확보한 상황이므로, 향후 PBM 리스트 등재 및 유의미한 미국 시장 점유율 확보가 기대된다.

자가면역질환(류마티스 관절염 등) 치료제 '휴미라'는 2012 년~2020 년 9 년 연속 전세계 매출 1 위를 기록한 메가 블록버스터 의약품이다. 2016 년 주요 특허(물질특허) 만료 이후에도 추가 특허(미국 기준 총 312 건 출원 및 166 건 등록, 최대 2038 년 만료)를 통해 북미 시장에서의 독점기간을 연장해왔고, 2022 년에 미국에서만 \$18.6 억 매출을 달성하였다. 후발 제약사들은 오리지널 개발사인 애브비와 라이선스 합의를 통해 '휴미라' 시밀러 미국 판매를 허용 받았으며, 암젠(올해 1 월 출시) 외 8 개 기업이 올해 7 월 1 일자로 동시에 시판을 시작한다.

다수의 경쟁자가 존재하는 상황에서 관건은 PBM(Pharmacy Benefit Manager, 미국 의약품의 보험 여부 및 환자부담을 결정) 리스트 등재 여부이며, PBM 의 주요 고려요인은 ①고농도, ②공급능력, ③수익성(리베이트)으로 파악된다. 관련하여 동사는 ①고농도 제형 허가를 이미 획득하였고, ②19 만리터 CAPA 를 보유중이며, ③미국 직판을 통해 리베이트 경쟁에서도 우위를 확보할 전망이다.

23~24 년 미국 시밀러 신제품 5 개 출시 예정

바이오 블록버스터 의약품들의 미국 특허 만료에 따라, 동사의 북미 진출 시밀러 제품 개수는 22 년 기준 3 개에서 24 년까지 8 개로 늘어날 전망이다. 올해 4 월 출시한 '베그젤마'와 7 월 출시가 확정된 '유폴라이마' 외에도 24 년까지 3 개 ('램시마 SC', '스텔라라 시밀러', '아일리아 시밀러') 제품이 미국 출시를 목표로 하고 있으며, 해당 제품들은 모두 글로벌 3 상을 통해 동등성 입증을 완료한 상태다. 이러한 포트폴리오 확대에 따라 동사의 주요 타겟 시장 규모는 22 년 기준 26.6 조원에서 24 년까지 118.0 조원으로 증가할 전망이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 210,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 210,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EV/EBITDA 로 산정한 영업가치에 지분가치(셀트리온제약) 및 순현금(2Q24 예상액)을 합하여 산출하였다. 영업가치는 동사의 EBITDA(12 개월 선행)에 타겟 멀티플 23.7 배를 적용하였다. 타겟 멀티플은 과거 동사의 북미 포트폴리오 확장(19 년 11 월 허주마 미국 출시) 이후 1 년 평균 EV/EBITDA 를 30% 할인, 지분가치는 셀트리온제약의 1 년 평균 시가총액을 30% 할인하여 산출하였다.

표1. 셀트리온(연결) 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	550.6	596.1	626.7	510.6	597.6	583.1	654.7	679.5	2284.0	2514.9	2869.6
YoY	20%	38%	56%	-15%	9%	-2%	4%	33%	21%	10%	14%
램시마 IV	154.2	244.4	213.1	168.5	113.5	228.3	228.3	343.1	780.1	913.3	898.4
램시마 SC	0.0	0.0	0.0	15.3	161.3	22.6	22.6	19.6	15.3	226.1	279.9
트룩시마	71.6	59.6	18.8	71.5	113.5	15.5	15.5	10.2	221.5	154.7	155.3
허쥬마	33.0	11.9	75.2	25.5	17.9	44.5	44.5	71.1	145.7	178.1	178.6
유폴라이마	0.0	0.6	0.0	2.6	1.8	28.8	28.8	55.8	3.1	115.1	357.5
베그젤마	27.5	29.8	25.1	56.2	0.6	3.7	3.7	6.8	138.6	14.8	57.4
셀트리온제약+케미컬	99.1	137.1	119.1	97.0	101.6	145.5	126.4	103.0	452.3	476.4	490.7
진단키트	110.1	23.8	0.0	10.2	0.0	0.0	0.0	0.0	144.2	0.0	0.0
기타	55.1	88.8	175.5	63.8	87.2	94.2	184.9	70.0	383.2	436.4	451.9
매출총이익	251.5	300.2	281.0	200.0	264.2	271.0	307.5	307.3	1032.7	1150.0	1300.2
YoY	-15%	25%	13%	-34%	5%	-10%	9%	54%	-5%	11%	13%
GPM	46%	50%	45%	39%	44%	46%	47%	45%	45%	46%	45%
영업이익	142.3	199.0	205.3	100.6	182.4	181.3	216.9	222.6	647.2	803.2	942.5
YoY	-31%	22%	25%	-52%	28%	-9%	6%	121%	-13%	24%	17%
OPM	26%	33%	33%	20%	31%	31%	33%	33%	28%	32%	33%

자료: 하이투자증권

표2. 셀트리온 목표주가 산출

항목	단위	비고
① 영업가치	26,478 (십억원)	셀트리온 EBITDA(3Q23~2Q24): 1 조 1,180 억원 타겟 멀티플(19년 11 월 허쥬마 미국 출시 이후 1 년 평균 EV/EBITDA 에서 30% 할인): 23.7 배
② 지분가치 (셀트리온제약)	1,081 (십억원)	(1 년 평균 시가총액)*(지분율)에서 30% 할인
③ 순현금	762 (십억원)	2Q24 예상액
④ 기업가치 (=①+②+③)	28,322 (십억원)	
⑤ 주식수	137,793 (천주)	자사주 제외
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	205,537 (원)	

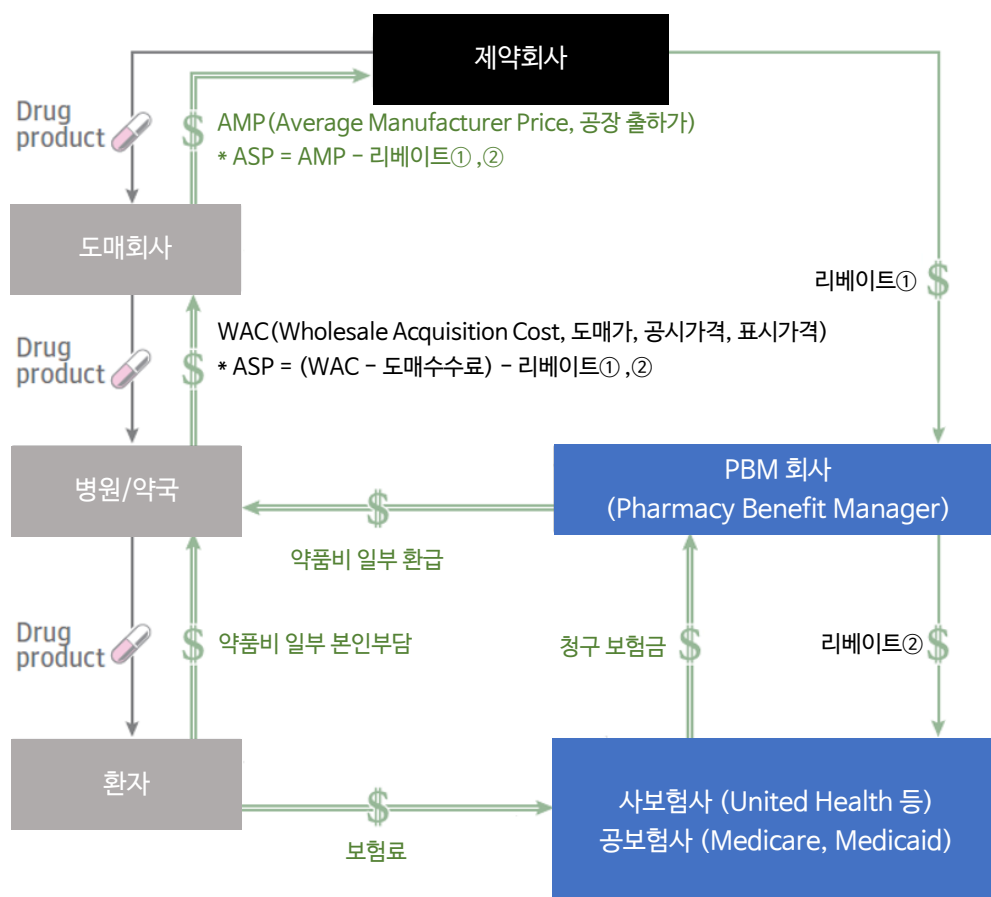
자료: 하이투자증권

표3. 휴미라 바이오시밀러 - 개발 현황 (FDA 승인 순서)

	회사명	제품명	FDA 승인	미국 출시	농도	교체처방	구연산염 제거
1	암젠	암제비타	2016.09.	2023.01.	High(3상 중), Low	X	O
2	베링거 인겔하임	실테조	2017.08.	2023.07.	Low	O	O
3	산도즈/노바티스	하이리모즈	2018.10.	2023.07.	High, Low	X	High(O), Low(X)
4	삼성바이오에피스/오가논	하드리마	2019.07.	2023.07.	High, Low	△(3상 중)	High(O), Low(X)
5	화이자	아브릴라다	2019.11.	2023.07.	Low	O	O
6	비아트리스/교와기린	홀리오	2020.07.	2023.07.	Low	X	O
7	코헤러스	유심리	2021.12.	2023.07.	Low	X	O
8	프레제니우스 카비	아다시오	2022.12.	2023.07.	Low	X	O
9	셀트리온헬스케어	유플라이마	2023.05.	2023.07.	High	△(3상 중)	O
10	알보텍	AVT02	심사 중	미정	High(생산시설 재심사)	△(심사 중)	O

자료: Skylar Jeremias - AJMC(2023), 하이투자증권

그림1. 미국 의약품 유통 구조



자료: Metan et al. - JAMA (2017), 하이투자증권

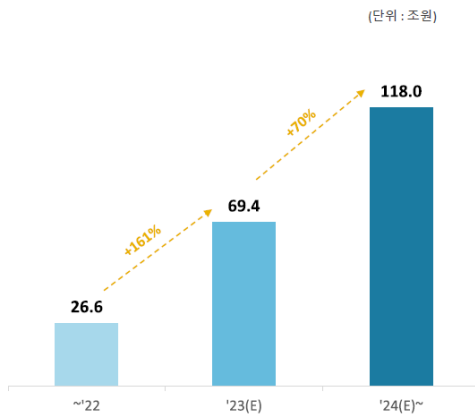
표4. 셀트리온 - 바이오시밀러 개발 현황 (23~24 년 미국 신제품 5 개)

	오리지널 바이오의약품				셀트리온 바이오시밀러		
	제품명(성분명)	회사명	치료영역	2022년 매출 (M\$)	제품명	미국	유럽
1	레미케이드(인플릭시맵)	존슨앤존슨	자가면역질환	2,343	램시마/인플렉트라	2016.12. 출시	2013.09. 출시
					램시마 SC	2022.12. 허가 신청	2020.02. 출시
2	리툽산(리툽시맵)	로슈	항암제	2,270	트룩시마	2019.11. 출시	2017.04. 출시
3	허셉틴(트라스투주맵)	로슈	항암제	2,344	허쥬마	2020.03. 출시	2018.05. 출시
4	아바스틴(베바시주맵)	로슈	항암제	2,322	베그젤마	2023.04. 출시	2022.10. 출시
5	휴미라(아달리주맵)	애브비	자가면역질환	21,237	유폴라이마	2023.07 출시 예정	2021.08. 출시
6	스텔라라(우스테키누맵)	존슨앤존슨	자가면역질환	9,723	CT-P43	허가 신청 준비중 (2022.09. 3상 완료)	
7	아일리아(애플리버셉트)	리제네론	항반병성	6,265	CT-P42	허가 신청 준비중 (2023.04. 3상 완료)	
8	줄레어(오말리주맵)	로슈/노바티스	알레르기성 천식	2,416	CT-P39	2023.04. 3상 완료	2023.04. 허가 신청
9	프롤리아(데노주맵)	암젠	골다공증	3,628	CT-P41	글로벌 3상 진행중	
10	악템라(토실리주맵)	로슈	자가면역질환	2,955	CT-P47	글로벌 3상 진행중	
11	오크레부스(오크렐리주맵)	로슈	다발성경화증	6,604	CT-P53	글로벌 3상 IND 신청	

자료: GlobalData, 셀트리온, 하이투자증권

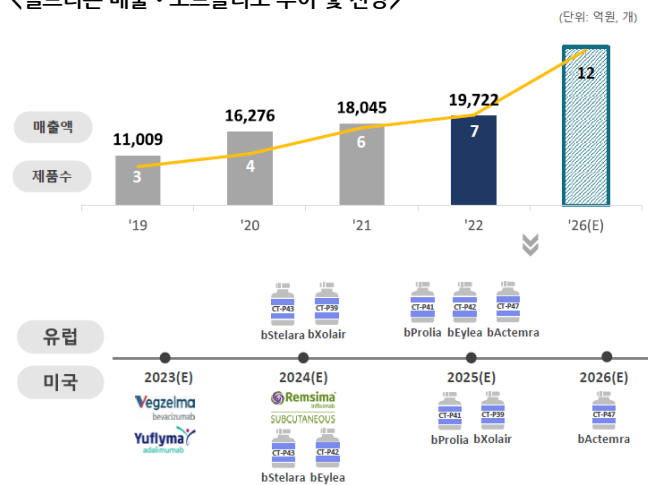
그림2. 셀트리온 - 타겟 시장 규모, 매출 • 포트폴리오 추이 및 전망

〈셀트리온 주요 타겟 시장 규모〉



Note: 시장 규모는 3Q22 MAT 기준
출처: IQVIA

〈셀트리온 매출 • 포트폴리오 추이 및 전망〉



Note: 출시 일정은 시장 상황 및 허가 일정에 따라 변동될 수 있음

자료: 셀트리온 헬스케어

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,930	3,538	4,338	5,391
현금 및 현금성자산	551	969	1,444	2,219
단기금융자산	62	52	44	37
매출채권	523	559	614	658
재고자산	616	679	774	855
비유동자산	2,962	2,915	2,854	2,699
유형자산	1,007	1,105	1,169	1,122
무형자산	1,622	1,446	1,290	1,151
자산총계	5,892	6,453	7,192	8,090
유동부채	1,294	1,228	1,215	1,324
매입채무	50	55	63	70
단기차입금	554	354	154	4
유동성장기부채	84	84	84	84
비유동부채	323	323	323	273
사채	-	-	-	-
장기차입금	152	152	152	102
부채총계	1,617	1,551	1,539	1,598
자배주주지분	4,139	4,762	5,506	6,338
자본금	141	146	146	146
자본잉여금	871	871	871	871
이익잉여금	3,485	4,078	4,798	5,606
기타자본항목	-107	-106	-105	-104
비자배주주지분	135	141	147	155
자본총계	4,274	4,902	5,653	6,493

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,284	2,515	2,870	3,168
증가율(%)	20.6	10.1	14.1	10.4
매출원가	1,251	1,365	1,569	1,746
매출총이익	1,033	1,150	1,300	1,422
판매비와관리비	385	347	358	395
연구개발비	140	138	147	162
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	647	803	942	1,027
증가율(%)	-13.0	24.1	17.3	9.0
영업이익률(%)	28.3	31.9	32.8	32.4
이자수익	14	24	34	52
이자비용	8	6	4	2
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	-40	-54	-54	-54
세전계속사업이익	626	775	927	1,031
법인세비용	95	117	140	156
세전계속이익률(%)	27.4	30.8	32.3	32.5
당기순이익	543	658	787	875
순이익률(%)	23.8	26.1	27.4	27.6
지배주주귀속 순이익	538	652	780	867
기타포괄이익	24	24	24	24
총포괄이익	566	681	810	899
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

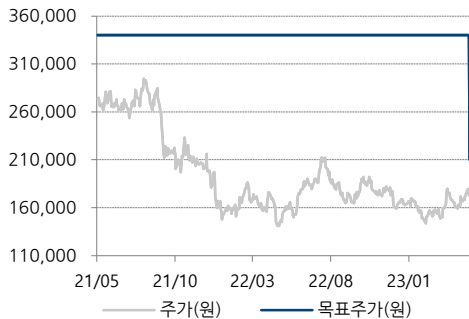
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1	927	953	1,138
당기순이익	543	658	787	875
유형자산감가상각비	65	59	53	47
무형자산상각비	162	176	156	139
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-297	-147	-108	7
유형자산의 처분(취득)	-58	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-22	-24	-24	-24
재무활동 현금흐름	-350	-169	-176	-176
단기금융부채의증감	-26	-28	-19	-19
장기금융부채의증감	-2	-	-	-
자본의증감	10	6	-	-
배당금지급	-129	-129	-129	-129
현금및현금성자산의증감	-637	418	474	775
기초현금및현금성자산	1,188	551	969	1,444
기말현금및현금성자산	551	969	1,444	2,219

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	3,677	4,453	5,326	5,925
BPS	29,398	32,526	37,611	43,293
CFPS	5,225	6,061	6,756	7,197
DPS	810	810	810	810
Valuation(배)				
PER	43.6	38.9	32.5	29.2
PBR	5.5	5.3	4.6	4.0
PCR	30.7	28.6	25.6	24.1
EV/EBITDA	26.1	24.0	21.0	19.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.4	14.6	15.2	14.6
EBITDA 이익률	38.2	41.3	40.1	38.3
부채비율	37.8	31.6	27.2	24.6
순부채비율	4.1	-8.8	-19.4	-31.8
매출채권회전율(x)	4.5	4.7	4.9	5.0
재고자산회전율(x)	3.8	3.9	3.9	3.9

자료: 셀트리온, 하이투자증권

셀트리온
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-05-30(담당자변경)	Buy	210,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이호철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	97.3%	2.7%	-