

# 셀트리온헬스케어

## 091990

Aug 24, 2023

Buy

유지

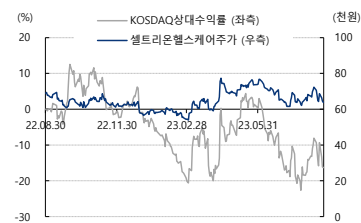
TP 88,000 원

유지

## Company Data

현재가(11/04)	63,700 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	77,300 원
52 주 최저가(보통주)	53,900 원
KOSPI (11/04)	2,505.50p
KOSDAQ (11/04)	882.87p
자본금	1,582 억원
시가총액	104,764 억원
발행주식수(보통주)	16,446 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	137.4 만주
평균거래대금(60 일)	925 억원
외국인지분(보통주)	15.98%
주요주주	
셀트리온홀딩스 외 20 인	37.47%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	14.6	-7.8
상대주가	2.5	1.6	-18.2



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 메가 블록버스터 바이오시밀러 시장 개화를 앞두고(휴미라, 스텔라라, 아일리아)

## 메가 블록버스터 바이오시밀러 경쟁 현황

향후 셀트리온헬스케어의 장기 실적을 결정할 주요 제품은 1) 휴미라(이하 브랜드명) 2) 스텔라라 3) 아일리아 등. 동 제품은 Peak Sales가 100억\$ 상회(예상)하는 메가 블록버스터. 해당 제품 오리지널 판매사와 바이오시밀러 개발사의 2Q23 실적 컨콜 등에서 확인되는 현황을 간략하게 정리해보는 것은 향후 경쟁 환경을 예상하는데 의미 있을 것

## 1) 휴미라 (성분명 Adalimumab)

**종합.** 22년 미국 매출 186억\$. 미국 오리지널 판매 호조가 당분간 이어질 것. 시밀러와 경쟁 현황은 24년, 늦어지면 25년에 구체화 예상. 시밀러 Uptake가 예상보다 느리기 때문. **Abbvie.** 휴미라 미국 판매 가이드스 23년 2월 YoY -37%에서 8월 -35%로 상향. 2월 가이드스 밴드가 YoY -35%~-55%였으니 Abbvie의 가장 Bullish한 시나리오 실현 중인 것. **Amgen.** Dual Price(5%&55% 인하) 2Q23 QoQ 매출 감소, 1Q23 재고 수요 영향. PBM 등재 이루어지고 있으나 IDN은 느린 편. 시밀러 Uptake는 24년/25년 되어야 가팔라질 것. **Coherus.** Low-WACC(85% 인하). 24년까지 점진적인 성장 후 25년 IRA 법안과 함께 시밀러 Uptake 가속화 예상. 26~27년 Adalimumab M/S 10% 달성 목표. **Organon.** Low-WACC(85% 인하). 동 전략이 시장에 밸류를 전달할 수 있다고 판단. 23년/24년 시장 형성 기간 거쳐 24년말/25년부터 실제 시밀러 Uptake를 확인할 수 있을 것. **Biocon.** Dual Price(5%&85% 인하). 시밀러 Uptake 시장 예상보다 점진적. PBM/정부/Medicare/Medicaid/IDN 등 다양한 Payer 있고 23년/24년 지나야 시장 구도 형성 예상

## 2) 스텔라라 (성분명 Ustekinumab)

**종합.** 22년 매출 97.2억\$, 1H23 52.4억\$(YoY +7.2%). 24년말까지 시밀러 경쟁 없이 매출 성장 전망. 현재까지 특허 합의하고 25년 이후 출시될 시밀러 제품 4개 확인.

**[&J.]** 미국 특허 만료 시점은 23년 말이었으나 특허 합의로 24년말까지 시밀러와 경쟁은 없어. Amgen/Alvotect보다 먼저 출시할 수 있는 회사는 없을 것으로 예상하기 때문

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,804	1,972	2,207	2,421	2,774
YoY(%)	10.9	9.3	11.9	9.7	14.6
영업이익(십억원)	199	229	187	256	365
OP 마진(%)	11.0	11.6	8.5	10.6	13.2
순이익(십억원)	153	147	165	201	287
EPS(원)	984	930	1,006	1,222	1,746
YoY(%)	-38.0	-5.5	8.1	21.5	42.9
PER(배)	81.5	62.3	63.3	52.1	36.5
PCR(배)	52.6	23.7	40.4	26.8	21.6
PBR(배)	5.9	4.5	4.7	4.4	4.0
EV/EBITDA(배)	60.2	38.5	54.4	39.6	27.4
ROE(%)	7.6	7.1	7.7	8.8	11.4

(이전 페이지 이어서)

Amgen 1) 1<sup>st</sup> 특허 합의 완료. 25/01/01 미국 출시 예정 2) 3Q23 Interchangeability 3상 성공 3) 3Q22 FDA BLA 신청 완료하고 허가 기다리고 있어

Alvotech 1) 2<sup>nd</sup> 특허 합의 완료. 25/02/21 미국 출시 예정 2) 23/01 FDA BLA 신청 완료했으며 PDUFA 일정은 23/10/11

셀트리온 1) 3<sup>rd</sup> 특허 합의 완료. 앞의 2개 기업과 크게 차이하지 않는 세번째로 출시 예정 2) 23/07/13 FDA 신청 완료했으며 2Q24 내 FDA 허가 기대

Fresenius Kabi/Formycon 1) 4<sup>th</sup> 특허 합의 완료. 25/04/15 미국 시장 출시 예정 2) 23년 내 FDA 품목 허가 신청 목표

삼성바이오에피스 1) 23/07 3상 완료

### 3) 아일리아 (성분명 Afibercept)

종합. 22년 매출 96.5억\$. 아일리아 저용량은 2Q22에 분기 Peak 매출 24.9억\$를 기록한 이후 23년 아일리아 저용량 제품의 분기 매출은 22~23억\$에 머물러 있어. 이는 Roche의 바비스모로의 가파른 전환 수요가 가장 컸으며 최근에는 고용량 제품의 대기 수요 영향도 있었던 것으로 추정. 향후 아일리아는 바비스모의 이중항체로서의 의학적 가치와 고용량 제품에 대한 실제 대기 수요 규모에 따라 매출이 결정될 것. 또한 저용량 아일리아 시밀러는 최소 9개가 개발되고 있으며 이 중 7개 제품이 3상에서 비열등성을 증명했고 2개 제품이 3상을 진행 중. 또한 현재 시밀러 출시를 위한 오리지널사와 시밀러 개발사 사이에서 특허 소송이 진행 중

Regeneron/Bayer 고용량 제품은 23/08/18에 승인 받았으며 2Q22에 분기 Peak 매출 24.9억\$를 기록한 이후 2H22~1H23 사이 아일리아 저용량 제품의 분기 매출은 22~23억\$에 머물러 있어

Roche 23년 바비스모 연간 매출이 23억\$(20억 CHF)를 상회할 것이라고 예상

셀트리온. 23년 6월 허가 신청 완료, 2Q24 미국 허가 기대. 컨콜에서 아일리아 고용량 출시와 바비스모 판매 호조가 아일리아 시밀러 시장에 미칠 수 있다는 점을 인지했으며 하반기 구체적인 대응전략을 공개하겠다고 밝혀

3상에서 오리지널과의 비열등성을 입증한 제품(23년 8월 기준): 총 7개(셀트리온의 CT-P42, 삼성바이오에피스의 SB15, Vatriss의 MYL-1701P, Coherus의 FYB203, SANDOZ의 SOK583A1, AMGEN의 ABP938, 삼천당제약의 SCD411)

3상을 진행 중인 제품(23년 8월 기준): 총 2개(Alvotech의 AVT04, 알토스바이오로직스의 ALT-L9)

# 셀트리온헬스케어 [091990]

메가 블록버스터 바이오시밀러 시장 개화를 앞두고

## [셀트리온헬스케어 091990]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,804	1,972	2,207	2,421	2,774
매출원가	1,374	1,410	1,559	1,673	1,889
매출총이익	431	562	649	748	885
매출총이익률 (%)	23.9	28.5	29.4	30.9	31.9
판매비와관리비	231	333	462	492	520
영업이익	199	229	187	256	365
영업이익률 (%)	11.1	11.6	8.5	10.6	13.2
EBITDA	205	234	190	259	367
EBITDA Margin (%)	11.3	11.9	8.6	10.7	13.2
영업외손익	-1	1	64	-5	-6
관계기업손익	-1	-1	20	-49	-51
금융수익	13	19	19	19	20
금융비용	-32	-59	-31	-31	-31
기타	19	42	56	56	56
법인세비용차감전순이익	198	230	251	251	359
법인세비용	46	82	85	50	72
계속사업순이익	153	147	165	201	287
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	153	147	165	201	287
당기순이익률 (%)	8.5	7.5	7.5	8.3	10.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	153	147	165	201	287
지배순이익률 (%)	8.5	7.5	7.5	8.3	10.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	-73	-73	-73	-73
포괄순이익	172	74	93	128	214
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	172	74	93	128	214

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

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-175	202	27	272	377
당기순이익	153	147	165	201	287
비현금항목의 가감	98	255	131	245	267
감가상각비	3	4	3	2	1
외환손익	-7	42	-62	-62	-62
자본법평가손익	1	1	-20	49	51
기타	101	208	210	256	277
자산부채의 증감	-397	-167	-178	-118	-101
기타현금흐름	-29	-33	-91	-56	-76
투자활동 현금흐름	-4	177	40	1	-10
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	-1	-1	0	0	0
기타	-2	179	40	1	-10
재무활동 현금흐름	188	-175	-58	-65	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	6	0	0
현금배당	0	-40	-20	-21	-21
기타	188	-135	-44	-44	-44
현금의 증감	23	203	6	119	212
기초 현금	231	255	458	464	583
기말 현금	255	458	464	583	795
NOPLAT	153	147	123	205	292
FCF	-239	-16	-51	89	193

자료: 셀트리온헬스케어, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,703	4,276	4,559	4,671	5,051
현금및현금성자산	255	458	464	583	795
매출채권 및 기타채권	584	897	978	1,052	1,173
재고자산	2,066	2,353	2,537	2,470	2,522
기타유동자산	798	568	580	565	561
비유동자산	212	179	176	174	173
유형자산	7	9	6	4	3
관계기업투자금	2	1	2	2	3
기타금융자산	3	2	2	2	2
기타비유동자산	200	167	166	166	166
자산총계	3,915	4,455	4,735	4,845	5,225
유동부채	1,644	2,245	2,379	2,314	2,433
매입채무 및 기타채무	1,102	1,737	1,872	1,809	1,928
차입금	399	359	359	359	359
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	144	149	148	147	146
비유동부채	165	148	149	150	151
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	165	148	149	150	151
부채총계	1,809	2,393	2,528	2,464	2,584
지배지분	2,106	2,062	2,207	2,381	2,641
자본금	155	158	164	164	164
자본잉여금	1,413	1,417	1,417	1,417	1,417
이익잉여금	712	817	956	1,129	1,389
기타자본변동	-159	-243	-243	-243	-243
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,106	2,062	2,207	2,381	2,641
총차입금	402	363	364	365	366

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

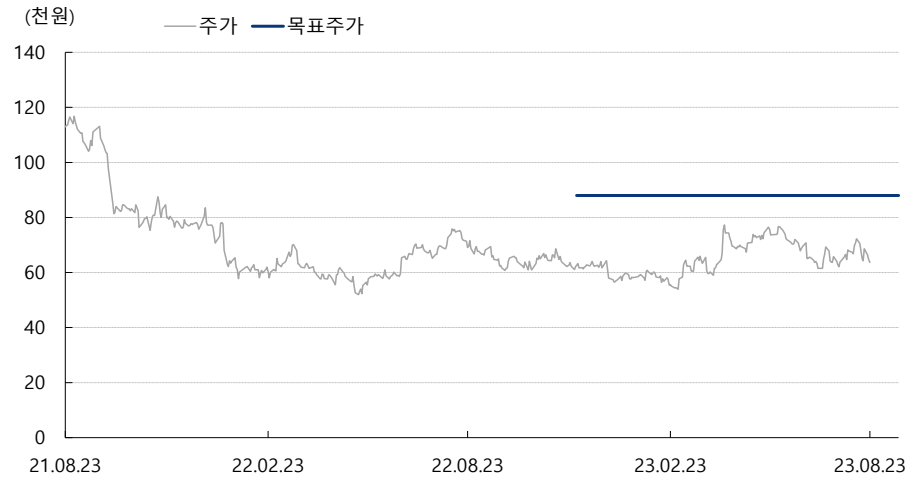
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	984	930	1,006	1,222	1,746
PER	81.5	62.3	63.3	52.1	36.5
BPS	13,583	13,029	13,420	14,476	16,056
PBR	5.9	4.5	4.7	4.4	4.0
EBITDAPS	1,320	1,481	1,158	1,574	2,231
EV/EBITDA	60.2	38.5	54.4	39.6	27.4
SPS	10,986	11,997	13,421	14,721	16,870
PSR	7.3	4.8	4.7	4.3	3.8
CFPS	-1,545	-99	-308	542	1,172
DPS	260	130	130	130	130

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	10.9	9.3	11.9	9.7	14.6
영업이익 증가율	-44.9	14.8	-18.5	37.2	42.5
순이익 증가율	-36.5	-3.5	12.4	21.5	42.9
수익성					
ROIC	11.6	9.4	6.8	9.7	13.5
ROA	4.0	3.5	3.6	4.2	5.7
ROE	7.6	7.1	7.7	8.8	11.4
안정성					
부채비율	85.9	116.1	114.5	103.5	97.9
순차입금비율	10.3	8.1	7.7	7.5	7.0
이자보상배율	20.0	28.9	23.6	32.3	46.1

## 셀트리온헬스케어 최근 2년간 목표주가 변동추이



## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.11.30	매수	88,000	(29.05)	(12.16)					
2023.05.14	매수	88,000	(27.96)	(12.16)					
2023.05.30	매수	88,000	(27.86)	(12.16)					
2023.07.15	매수	88,000	(24.62)	(17.84)					
2023.08.16	매수	88,000	(24.84)	(17.84)					
2023.08.24	매수	88,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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\_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.6	3.9	1.6	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 투자가간 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