

# 셀트리온

## 068270

Nov 08, 2023

**Buy**

TP 220,000 원

유지

유지

**Company Data**

현재가(11/07)	155,600 원
액면가(원)	1,000 원
52주 최고가(보통주)	184,949 원
52주 최저가(보통주)	131,800 원
KOSPI (11/07)	2,443.96p
KOSDAQ (11/07)	824.37p
자본금	1,408 억원
시가총액	227,803 억원
발행주식수(보통주)	14,640 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	53.1 만주
평균거래대금(60일)	790 억원
외국인지분(보통주)	19.61%
주요주주	
삼성물산 외 9 인	17.91%
국민연금공단	7.43%

**Price & Relative Performance**

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.6	-4.5	-11.7
상대주가	11.9	-2.3	-14.3



제약/바이오 김정현  
3771-9351, jh.kim@iprovest.com

**3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)****3Q23 실적 리뷰(셀트리온 & 셀트리온헬스케어)**

**셀트리온** 3Q23 매출 6,723억(QoQ +28.3%, YoY +7.3%), OP 2,676억(QoQ +46.2%, YoY +30.3%, OPM 39.8%) 기록. 10/4일 교보증권 추정치(6,844억/2,680억)에 부합하고 컨센서스(6,286억/2,259억)는 상회. 호실적의 배경은 유플라이마, 램시마SC 등 수익성 높은 제품이 많이 판매된 영향.

**셀트리온헬스케어** 3Q23 매출 6,476억(QoQ +23.2%, YoY +30.5%), OP 505억(QoQ +48.1%, YoY -30.3%, OPM 7.8%) 기록. 10/6일 교보증권 추정치(6,351억/476억)에 부합하고 컨센서스(5,840억/481억) 대비 소폭 상회. 램시마HV 파트너사 재고 수요 및 램시마 SC 유럽 매출 등이 매출을 견인했으며 셀트리온과의 매입단가 정산으로 매출 총이익률은 하락하며 OPM도 하락

**4Q23 실적 전망**

4Q23 실적은 매출 5,106억/OP 1,655억 추정. 다만 헬스케어의 재고가 2.7조에 달하기에 합병을 앞두고 재고 조정을 위해 셀트리온 4Q23 매출은 낮게 인식될 가능성 고려 필요

**투자의견 Buy, 목표주가 22만원 유지**

셀트리온에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 22만 유지. 주매청 행사 가격이 양사의 현 주가(셀트리온 150,813원, 셀트리온헬스케어 67,251원)보다는 낮기 때문에 합병 성사 가능성은 높다고 판단하며 이제는 합병 이후 실적을 고민할 시기(뒷 페이지 합병 법인 실적 추정 포함) 합병 셀트리온 법인의 24년 매출은 1) 시밀러+신약 매출 2.6조, 2) 케미칼(셀트리온+헬스케어+제약) 5,500억 3) TEVA 매출 600억. 4) Asia Pacific 1,400억 5) 기타 800억 등 합계 3.43조 가정. 또한 수익성 변수는 6) 23년 매출원가율 54%. 7) 판관비 9,000억 등을 가정. 이 중 상향 조정 가능하거나 포함되지 않은 계정은 매출원가율과 무형자산 상각비 등. 향후 합병 법인의 실적 추정 단서가 보다 구체화되는 시기에 관련 가정을 추가해 추정치에 반영할 예정

**Forecast earnings & Valuation(합병 성사 이전 추정치)**

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,893	2,284	2,305	2,794	3,081
YoY(%)	2.4	20.6	0.9	21.2	10.3
영업이익(십억원)	744	647	799	830	1,011
OP 마진(%)	39.3	28.3	34.7	29.7	32.8
순이익(십억원)	596	543	688	660	808
EPS(원)	4,203	3,821	4,663	4,471	5,476
YoY(%)	9.5	-9.1	22.0	-4.1	22.5
PER(배)	47.1	42.0	33.4	34.8	28.4
PCR(배)	28.1	24.4	21.8	21.2	18.3
PBR(배)	7.0	5.5	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA(배)	28.1	26.2	22.3	21.7	18.3
ROE(%)	16.0	13.4	15.3	12.9	14.0

## 셀트리온 [068270]

3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)

[도표 1] 셀트리온 실적 추정(연결 기준)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
	합병 전				합병 후				합병 전		합병 후
매출액	5,976	5,240	6,723	5,106	7,757	8,382	8,796	9,385	22,840	23,045	34,320
QoQ(%)	17.0%	-12.3%	28.3%	-24.1%	51.9%	8.1%	4.9%	6.7%			
YoY(%)	8.5%	-12.1%	7.3%	0.0%	29.8%	60.0%	30.8%	83.8%	20.6%	0.9%	48.9%
램시마 /V	1,135	891	1,558	1,542	2,491	2,516	2,541	2,618	7,813	5,126	10,166
QoQ(%)	-32.6%	-21.5%	75.0%	-1.1%	61.5%	1.0%	1.0%	3.0%			
YoY(%)	-23.7%	-63.6%	-29.0%	-8.5%	119.3%	182.4%	63.1%	69.8%	142.1%	-34.4%	98.3%
램시마 SC	1,673	314	390	430	1,370	1,650	1,850	2,102	153	2,808	6,972
QoQ(%)		-81.2%	24.0%	10.3%	218.6%	20.4%	12.1%	13.6%			
YoY(%)			180.7%	-18.1%	424.8%	374.4%	388.8%	#DIV/0!	1732.8%	148.3%	
트룩시마	1,135	629	350	134	838	846	855	880	2,215	2,248	3,419
QoQ(%)	58.8%	-44.6%	-44.3%	-61.7%	524.5%	1.0%	1.0%	3.0%			
YoY(%)	58.6%	5.5%	86.2%	-81.2%	-26.2%	34.6%	144.2%	556.4%	-39.7%	1.5%	52.0%
허쥬마	179	472	520	472	584	570	579	574	1,457	1,643	2,307
QoQ(%)	-29.8%	163.1%	10.3%	-9.2%	23.7%	-2.4%	1.6%	-0.9%			
YoY(%)	-45.7%	295.6%	-30.9%	84.9%	225.7%	20.9%	11.3%	21.6%	8.9%	12.8%	40.4%
유플라이마	0	0	680	689	595	790	845	950	0	1,369	2,307
QoQ(%)				1.3%	-13.6%	32.8%	7.0%	12.4%			
YoY(%)						24.3%	37.9%				68.5%
기/Ef	1,853	2,934	3,224	1,839	1,880	2,010	2,126	2,261	11,202	9,851	9,150
QoQ(%)	-19.4%	58.4%	9.9%	-43.0%	2.2%	6.9%	5.8%	6.3%			
YoY(%)	-37.7%	4.8%	3.0%	-20.0%	1.5%	-31.5%	-34.1%	22.9%	23.3%	-12.1%	-7.1%
매출원가	3,334	2,478	3,019	2,451	4,383	4,535	4,679	4,871	12,513	10,735	18,468
매출원가율	55.8%	47.3%	44.9%	48.0%	56.5%	54.1%	53.2%	51.9%	54.8%	46.6%	53.8%
QoQ(%)	7.3%	-25.7%	21.8%	-18.8%	78.8%	3.5%	3.2%	4.1%			
YoY(%)	11.5%	-16.2%	-12.6%	-21.1%	31.5%	83.0%	55.0%	98.7%		-14.2%	72.0%
영업이익	1,824	1,830	2,676	1,655	1,152	1,604	1,817	2,244	6,472	7,985	6,817
OPM	30.5%	34.9%	39.8%	32.4%	14.9%	19.1%	20.7%	23.9%	28.3%	34.6%	19.9%
QoQ(%)	81.2%	0.4%	46.2%	-38.2%	-30.4%	39.2%	13.2%	23.5%			
YoY(%)	28.2%	-8.0%	30.3%	64.5%	-36.8%	-12.3%	-32.1%	35.6%	-13.0%	23.4%	-14.6%
당기순이익	1,671	1,509	2,212	1,300	886	1,244	1,409	1,747	5,426	6,692	5,286
당기순익률	28.0%	28.8%	32.9%	25.5%	11.4%	14.8%	16.0%	18.6%	23.8%	29.0%	15.4%
QoQ(%)	137.2%	-9.7%	46.6%	-41.2%	-31.9%	40.4%	13.3%	24.0%			
YoY(%)	37.8%	-18.0%	32.6%	84.6%	-47.0%	-17.6%	-36.3%	34.4%	-8.9%	23.3%	-21.0%

자료: 교보증권 리서치센터

## 셀트리온 [068270]

3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)

[도표 2] 셀트리온 3Q23 비교(단위: 억원)

	3Q23	기존 추정	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	6,723	6,844	-121	6,184	539	6,267	7.3%	5,240	28.3%
영업이익	2,676	2,680	-3	2,040	636	2,053	30.3%	1,830	46.2%
순이익	2,212	2,244	-31	1,572	640	1,669	32.6%	1,509	46.6%
영업이익률	39.8%	39.2%		33.0%		32.8%		34.9%	
순이익률	32.9%	32.8%		25.4%		26.6%		28.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 셀트리온헬스케어 3Q23 비교(단위: 억원)

	3Q23	기존 추정	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	6,476	6,351	125	5,840	636	4,964	30.5%	5,258	23.2%
영업이익	505	476	29	481	24	725	-30.3%	341	48.1%
순이익	448	438	10	397	51	1,376	-67.4%	174	157.5%
영업이익률	7.8%	7.5%		8.2%		14.6%		6.5%	
순이익률	6.9%	6.9%		6.8%		27.7%		3.3%	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A(일부 중복 질문은 재구성)

Q. (이하 셀트리온) 유플라이마 Intechangeability 예상 승인 일정 및 스텔라라 Intechangeability 임상 진행 여부?

A. 유플라이마 3Q24 예상. 스텔라라는 아직 Intechangeability 임상 미정. 기본 임상 디자인은 준비되었으나 Intechangeability에 대한 미국 보건 당국/정치권에서 논의 중이기 때문에 동향 파악 중

Q. 유플라이마의 헬스케어향 공급량이 헬스케어의 판매량보다 많았던 것에 관한 코멘트는?

A. 이는 헬스케어의 판매량 뿐만 아니라 동사의 효율화된 제품 생산 계획 때문. 향후 장기 판매 계획에 따라 생산 후 공급 중.

Q. 램시마 SC 이외 다른 의약품 SC 제형 개발 계획 있는지?

A. SC 제형, 고농도 제형, 용량 증량 등 오리지널사의 전략에 따라 다양하게 대응 중. 램시마SC 처럼 오리지널사가 대응하지 않는 영역이 있는 것. 향후에도 판매 극대화 목표에 따라 대응할 것

Q. Rani Therapeutics와 개발 중인 스텔라라 시밀라는 램시마 SC와 같이 FDA 신약으로 출시 가능한지?

A. 현재 FDA와 신약 트랙으로 논의 중이나 아직 미확정.

Q. TEVA 향 CMO 매출은 4Q23에도 예정되어 있는지? 24년 예상 매출도 정해졌는지?

A. 4Q23에는 3Q23에 인식한 600억보다 적게 발생 예정. 24년도 논의 중이나 과거 대비 적지 않은 수준으로 논의 중.

Q. 3Q23에 헬스케어향 미승인 제품 판매 있었는지?

A. 2Q23에 인식한 분은 생산 계획 때문에 일시적으로 매출 인식한 것. 동 분기에는 매출 인식 계획 없어. 4Q23에도 미승인 제품 생산 없고 매출도 없을 것. 합병 이후부터는 발생하지 않을 것.

Q. 동 분기 램시마 매출에서 론자 CMO 비중은?

A. 램시마IV 매출에서 50% 정도

Q. (이하 셀트리온헬스케어) 짐펜트라는 영업에서 유플라이마와 번들링 효과 기대할 수 있는지? 신약이라 영업에서 다른 점 있는지?

A. 허가 직후 바로 번들링 효과가 확인되는 것은 아니나 유플라이마 관련 PBM과 논의할 때 짐펜트라도 함께 논의하기도. 장기적

## 셀트리온 [068270]

3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)

인 관점에서 접근 필요.

Q. 미국 법인의 영업 인력 확충 계획은 어떻게 되는지?

A. 향후 안과/알러지 질환 치료제 출시시 필요한 영업 인력 고려해서 현재 채용 중. 다만 짐펜트라는 유플라이마와 동일한 영역이라 추가 인력 필요하지 않음. 미국 법인의 영업인력은 최대 300명 예상

Q. 미국 바이오시밀러 가격 변화 동향 코멘트 가능한지? IRA 이후 변화 있는지?

A. 화이자/테바 등 파트너사 데이터 보면 Net Price나 리베이트에 거의 변동 없음. 현재 미국 바이오시밀러 경쟁 강도가 강하지 않아서 큰 폭 가격 하락 없이 유지 중

Q. 합병 이후 분기별 예상 재고 판매 추이는?

A. 헬스케어 기존 재고와 신규 생산 분을 평균한 원가율 예상. 결과적으로 원가율 절반 이상 절감 가능

Q. 미국 법인 영업인력 과거 최대 140명 정도 채용 계획이라고 밝힌 바 있는데 늘어난 건지?

A. 현재 90명. 외부 CSO 포함하면 더 많음. 내년/내후년 신규 제품 많아서 추가 인력 필요

Q. 22년말 대비 3Q23에 인식한 부채 증가 분에서 계약 부채 증가 폭 어느 정도인지?

A. 부채 증가 분의 절반 정도. 계약 부채 증가분은 1Q23에 발생. 합병과 함께 정산되면 없어질 것.

Q. 셀트리온제약 DP 설비에서 GLP-1 CMO 가능한지?

A. 오창 DP 설비는 현재 준공 완료하고 미국/유럽 GMP 인증 받아서 가동 중. CMO 활용도 고민 중이나 셀트리온제약 CAPA가 셀트리온의 수요로 가득 차 있고 우후 설비가 많지 않음. 현재 CAPA 증가 위해 셀트리온제약에서도 고민 중.

Q. 램시마 SC 점유율 계산의 기준은 IBD 적응증 기준인지, Infliximab 성분 기준인지? 혹은 Sales 기준인지 Q 기준인지?

A. 전체 Infliximab 성분에서 Q 기준으로 계산한 것. 미국 기준 초기 매출 추정시에 준용한 기준은 IBD 기준

## 셀트리온 [068270]

3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)

### [셀트리온 068270]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,305	2,794	3,081
매출원가	806	1,251	1,109	1,433	1,488
매출총이익	1,088	1,033	1,196	1,361	1,593
매출총이익률 (%)	57.4	45.2	51.9	48.7	51.7
판매비와관리비	343	385	397	531	582
영업이익	744	647	799	830	1,011
영업이익률 (%)	39.3	28.3	34.6	29.7	32.8
EBITDA	958	874	1,019	1,048	1,227
EBITDA Margin (%)	50.6	38.2	44.2	37.5	39.8
영업외손익	-6	-21	43	-25	-26
관계기업손익	-4	7	79	10	2
금융수익	42	25	25	26	33
금융비용	-13	-14	-13	-13	-13
기타	-31	-40	-48	-48	-48
법인세비용차감전순손익	739	626	841	805	986
법인세비용	153	95	153	145	177
계속사업순손익	586	531	688	660	808
중단사업순손익	10	11	0	0	0
당기순이익	596	543	688	660	808
당기순이익률 (%)	31.5	23.8	29.9	23.6	26.2
비자매지분순이익	16	5	6	6	7
지배지분순이익	579	538	682	654	801
지배순이익률 (%)	30.6	23.5	29.6	23.4	26.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	24	24	24	24
포괄순이익	615	566	712	684	832
비자매지분포괄이익	16	5	6	6	7
지배지분포괄이익	599	562	706	678	825

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

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	966	684	970
당기순이익	596	543	688	660	808
비현금항목의 기감	452	423	407	464	495
감가상각비	62	65	58	52	46
외환손익	-16	-18	1	1	1
지분변동기준의	4	-7	-79	-10	-2
기타	402	384	427	422	451
자산부채의 증감	0	-748	6	-313	-181
기타현금흐름	-136	-217	-136	-128	-153
투자활동 현금흐름	-356	-297	-563	-565	-566
투자자산	-24	-30	-24	-24	-24
유형자산	-63	-111	-150	-150	-150
기타	-268	-156	-389	-390	-392
재무활동 현금흐름	-69	-350	47	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	93	77	77
현금의 증감	504	-637	435	30	311
기초 현금	684	1,188	551	986	1,016
기말 현금	1,188	551	986	1,016	1,327
NOPLAT	590	549	653	681	829
FCF	741	-84	730	435	714

자료: 셀트리온, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,417	3,859	4,446
현금및현금성자산	1,188	551	986	1,016	1,327
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,720	2,009	2,214
재고자산	578	616	622	754	832
기타유동자산	186	127	89	80	73
비유동자산	2,600	2,962	3,142	3,324	3,509
유형자산	950	1,007	1,099	1,197	1,301
관계기업투자금	65	89	120	151	183
기타금융자산	24	29	29	29	29
기타비유동자산	1,560	1,837	1,893	1,946	1,996
자산총계	5,674	5,892	6,558	7,183	7,955
유동부채	1,210	1,294	1,310	1,321	1,327
매입채무 및 기타채무	309	371	371	382	388
차입금	512	554	554	554	554
유동성채무	57	84	100	100	100
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	1,633	1,643	1,649
지배지분	3,917	4,139	4,770	5,365	6,107
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,110	4,705	5,448
기타자본변동	-154	-406	-406	-406	-406
비자매지분	133	135	155	175	199
자본총계	4,050	4,274	4,925	5,540	6,306
총차입금	744	792	807	807	806

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,203	3,821	4,663	4,471	5,476
PER	47.1	42.0	33.4	34.8	28.4
BPS	28,397	29,398	32,598	36,664	41,736
PBR	7.0	5.5	4.8	4.2	3.7
EBITDAPS	6,952	6,206	6,963	7,159	8,383
EV/EBITDA	28.1	26.2	22.3	21.7	18.3
SPS	12,960	15,615	15,749	19,091	21,057
PSR	15.3	10.3	9.9	8.2	7.4
CFPS	5,372	-595	4,987	2,971	4,879
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	0.9	21.2	10.3
영업이익 증가율	3.6	-13.0	23.4	3.9	21.9
순이익 증가율	13.3	-8.9	26.9	-4.1	22.5
수익성					
ROIC	16.3	13.9	14.9	14.2	15.8
ROA	10.8	9.3	11.0	9.5	10.6
ROE	16.0	13.4	15.3	12.9	14.0
안정성					
부채비율	40.1	37.8	33.1	29.7	26.1
순자본금비율	13.1	13.4	12.3	11.2	10.1
이자보상배율	90.4	86.2	104.3	108.4	132.1

## 셀트리온 [068270]

3Q23 Re. 합병 셀트리온의 실적을 고민할 시기 (Q&A 포함)

### 셀트리온 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 고리를 추이

일자	투자의견	목표주가	고리를 평균	고리를 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	고리를 평균	고리를 최고/최저
2022.11.30	매수	240,000	(32.33)	(25.08)					
2023.05.09	매수	240,000	(31.82)	(25.08)					
2023.06.27	매수	240,000	(36.73)	(34.08)					
2023.07.17	매수	240,000	(37.26)	(34.08)					
2023.08.16	매수	220,000	(34.73)	(34.73)					
2023.08.18	매수	220,000	(34.21)	(31.64)					
2023.10.04	매수	220,000	(34.06)	(28.23)					
2023.11.07	매수	220,000							

자료: 교보증권 리서치센터

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었습니다.

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 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

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

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

#### [업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

#### [기업 투자기간 및 투자등급]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익의 예상되나 불확실성 높은 경우

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10%~10%