

셀트리온 (068270)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (D)
현재주가 (3/3)	150,600원
상승여력	39%

시가총액	212,074억원
총발행주식수	146,331,198주
60일 평균 거래대금	620억원
60일 평균 거래량	380,646주
52주 고	204,696원
52주 저	135,822원
외인지분율	20.59%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 78인 22.85%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.9)	(10.1)	(8.6)
상대	(9.2)	(10.1)	3.3
절대(달러환산)	(15.9)	(10.3)	(15.4)

바이오시밀러 중심의 고성장은 계속

4Q22Re: 일회성 비용 영향으로 컨센서스 하회

연결 기준 매출액 5,106억원(-15.4%YoY, -20.9%QoQ), 영업이익 1,006억원(-50.3%YoY, -52.9%QoQ)을 기록하며 컨센서스 하회. COVID-19 관련 매출(렉키로나, 진단 키트)과 TEVA항 CMO 매출 감소로 전년 대비 역성장. 영업이익은 COVID-19 진단키트 가격 하락에 따른 재고 자산 평가 손실 반영 영향.

22년 연간 실적으로는 매출액 2조 2,839억원(+20.6%), 영업이익 6,471억원(-13.1%)를 기록. 바이오 시밀러 사업 매출액은 1조 3,021억원(+31.7%)으로 높은 성장세를 보여주고 있으며, 케미컬 사업도 안정적인 매출 유지. 영업이익은 수익성 낮은 램시마 IV의 비중 증가와 COVID19관련 일회성 비용 반영 등으로 역성장. 23년에는 유프라이마와 램시마 SC의 비중이 증가하며 수익성 개선 전망.

23년 주요 이벤트는 미국 유프라이마 출시와 램시마 SC 승인

동사의 23년 주요 이벤트로는 7/1 유프라이마의 미국 시장 출시와 연말 예상되는 램시마SC의 FDA 승인이 될 것. 유프라이마에 대한 FDA 승인 지연으로 시장에서의 우려가 있으나 5월까지 최종 승인 여부 결정될 예정. 승인 지연 사유는 완제의약품(DP) CMO에 대한 지적 사항에 따른 것이었음. DP CMO는 최종적으로 VAI(Valuntary Action Indicate, 불합리한 사항들이 발견되었으나 위반 사항이 심각하지 않아, 자발적으로 시정조치 요청시 부여) 등급을 받아 허가 진행에는 문제가 없을 것으로 보이며, 7/1에 맞춰 출시 준비를 진행 중에 있음.

22년 12월에 BLA를 제출한 램시마SC 승인 여부는 연말 확인 가능할 것으로 기대. 램시마SC는 미국에서 IBD 관련 적응증(크론병, 대장염)에 대한 신약으로 허가를 진행 중이며 관련 임상 3상 결과 및 유럽 판매 이력 등을 고려할 때 승인 가능성은 높을 것으로 판단.

투자의견 Buy, 목표주가 21만원 하향

매수 의견을 유지하나, 24년 실적 추정치 하향(순이익 8,314억원→7,607억원)으로 목표 주가는 21만원으로 하향. 유프라이마와 램시마SC 외에도 스텔라라, 졸레어 시밀러 등이 신제품 허가가 이어지며 자가면역질환 관련 포트폴리오 확대와 매출 및 이익 성장 지속될 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	511	-17.9	-18.5	595	-14.2
영업이익	101	-54.7	-51.0	195	-48.4
세전계속사업이익	46	-69.3	-78.1	182	-74.7
지배순이익	62	-50.7	-63.1	150	-59.1
영업이익률 (%)	19.7	-16.0 %pt	-13.1 %pt	32.7	-13.0 %pt
지배순이익률 (%)	12.1	-8.0 %pt	-14.5 %pt	25.3	-13.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,849	1,912	2,284	2,491
영업이익	719	757	647	769
지배순이익	518	579	530	612
PER	66.5	64.5	44.3	36.0
PBR	10.3	9.4	5.5	4.6
EV/EBITDA	38.3	37.7	26.0	21.0
ROE	17.1	16.0	13.1	13.8

자료: 유안타증권

4Q22 셀트리온 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	510.6	603.4	-15.4%	645.6	-20.9%	595.4	-14.2%	578.7	-11.8%
영업이익	100.6	202.3	-50.3%	213.8	-52.9%	194.9	-48.4%	184.0	-45.3%
영업이익률	19.7%	33.5%	-13.8%pt	33.1%	-13.4%pt	32.7%	-13.0%pt	31.8%	-12.1%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	531.5	596.2	645.6	510.6	559.1	650.4	648.4	633.5	2283.9	2491.4	2773.8
YoY	20.5%	38.1%	61.0%	(15.4)%	1.5%	9.1%	0.4%	24.1%	20.6%	9.1%	11.3%
바이오시밀러	265.8	345.8	342.2	339.5	340.0	421.9	443.9	442.4	1154.9	1648.2	1956.8
제약/케미컬	95.7	137.1	122.7	97.0	106.2	126.2	126.3	121.3	452.5	480.0	494.4
기타(TEVA 포함)	170.1	113.3	180.8	74.0	112.9	102.4	78.1	69.8	538.2	363.3	322.6
매출 총이익	232.4	300.3	300.3	200.0	262.2	309.0	305.4	297.8	1032.7	1174.3	1373.6
판매 관리비	109.2	101.2	86.2	99.3	92.3	96.3	97.9	103.9	385.5	404.8	425.4
영업 이익	142.3	199.0	213.8	100.6	167.2	208.1	207.5	186.7	647.2	754.5	976.5
YoY	(31.5)%	21.9%	30.4%	(50.2)%	17.5%	4.6%	(3.0)%	85.5%	(13.0)%	17.4%	23.2%
OPM	26.8%	33.4%	33.1%	19.7%	29.9%	32.0%	32.0%	29.5%	28.3%	30.9%	34.2%

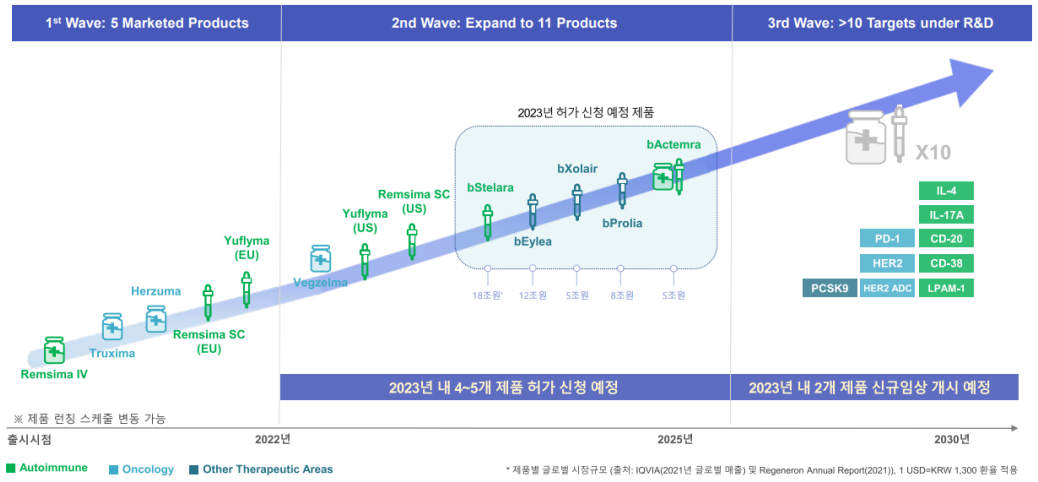
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 목표 주가 산정

	부문	단위	비고
1. 영업 가치	30,427	(십억원)	24년 예상 순이익 7,607억원 Target P/E Multiple 40x 적용 (셀트리온 2H19~20.2 평균 P/E 에서 20% 할인)
2. 순차입금	(70)	(십억원)	2023년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	30,434	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	146,331	(천주)	
5. 주당 가치	207,983	(원)	3/4
6. 목표 주가	210,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 파이프라인 계획



자료: 셀트리온

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,849	1,912	2,284	2,491	2,774
매출원가	821	806	1,251	1,317	1,400
매출총이익	1,028	1,106	1,033	1,174	1,374
판매비	309	349	385	405	425
영업이익	719	757	647	769	948
EBITDA	892	971	877	1,019	1,213
영업외손익	-61	-6	-24	23	27
외환관련손익	-23	33	29	-4	-4
이자손익	-2	-4	5	4	9
관계기업관련손익	3	-4	10	9	9
기타	-39	-31	-67	13	13
법인세비용차감전순손익	657	751	624	792	975
법인세비용	131	156	100	174	215
계속사업순손익	526	596	523	618	761
중단사업순손익	0	0	11	0	0
당기순이익	526	596	535	618	761
지배지분순이익	518	579	530	612	754
포괄순이익	529	615	603	615	758
지배지분포괄이익	521	599	598	609	751

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	351	911	52	879	1,073
당기순이익	526	596	535	618	761
감가상각비	58	62	67	68	66
외환손익	14	-16	-27	4	4
중속, 관계기업관련손익	-3	4	-7	0	0
자산부채의 증감	-507	0	-651	-89	-56
기타현금흐름	263	266	136	278	299
투자활동 현금흐름	-472	-356	-344	-518	-464
투자자산	3	-24	-1	-80	-40
유형자산 증가 (CAPEX)	-87	-63	-146	-45	-41
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-389	-268	-197	-393	-384
재무활동 현금흐름	266	-69	-304	38	27
단기차입금	0	0	120	0	0
사채 및 장기차입금	-52	-132	-164	0	0
자본	19	21	9	6	0
현금배당	0	0	-102	-98	-101
기타현금흐름	299	41	-166	130	128
연결범위변동 등 기타	-7	18	142	-344	-303
현금의 증감	138	504	-453	54	332
기초 현금	546	684	1,188	735	790
기말 현금	684	1,188	735	790	1,122
NOPLAT	719	757	647	769	948
FCF	264	848	-94	834	1,032

자료: 유안타증권

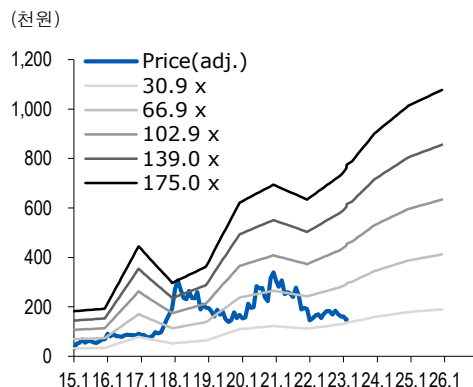
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,516	3,074	3,110	3,405	3,909
현금및현금성자산	684	1,188	735	790	1,122
매출채권 및 기타채권	1,316	1,122	1,647	1,702	1,783
재고자산	384	578	638	754	833
비유동자산	2,504	2,600	2,860	3,094	3,270
유형자산	946	950	1,027	1,004	979
관계기업등 지분관련자산	48	65	114	194	234
기타투자자산	31	24	25	25	25
자산총계	5,020	5,674	5,971	6,499	7,179
유동부채	1,057	1,210	1,336	1,322	1,328
매입채무 및 기타채무	300	309	447	433	439
단기차입금	437	512	704	704	704
유동성장기부채	134	57	49	49	49
비유동부채	536	413	327	335	337
장기차입금	200	170	55	55	55
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,593	1,624	1,663	1,657	1,665
지배지분	3,308	3,917	4,165	4,683	5,332
자본금	135	138	141	146	146
자본잉여금	828	856	868	868	868
이익잉여금	2,475	3,052	3,477	3,992	4,645
비지배지분	120	133	142	159	181
자본총계	3,428	4,050	4,308	4,842	5,514
순차입금	76	-518	61	-7	-341
총차입금	774	744	811	811	811

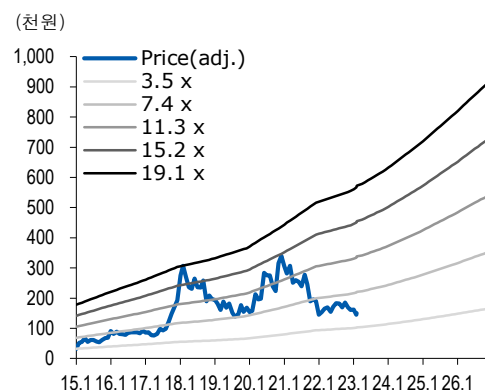
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,552	3,966	3,624	4,185	5,153
BPS	22,877	27,056	29,066	32,739	37,282
EBITDAPS	6,616	7,044	6,226	6,967	8,288
SPS	12,684	13,085	15,610	17,026	18,956
DPS	0	708	708	708	708
PER	66.5	64.5	44.3	36.0	29.2
PBR	10.3	9.4	5.5	4.6	4.0
EV/EBITDA	38.3	37.7	26.0	21.0	17.4
PSR	18.6	19.5	10.3	8.8	7.9

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	63.9	3.4	19.5	9.1	11.3
영업이익 증가율 (%)	88.3	5.3	-14.5	18.9	23.2
지배순이익 증가율 (%)	72.0	11.9	-8.5	15.5	23.1
매출총이익률 (%)	55.6	57.8	45.2	47.1	49.5
영업이익률 (%)	38.9	39.6	28.3	30.9	34.2
지배순이익률 (%)	28.0	30.3	23.2	24.6	27.2
EBITDA 마진 (%)	48.3	50.8	38.4	40.9	43.7
ROIC	17.9	16.6	13.5	12.9	14.8
ROA	11.7	10.8	9.1	9.8	11.0
ROE	17.1	16.0	13.1	13.8	15.1
부채비율 (%)	46.5	40.1	38.6	34.2	30.2
순차입금/자기자본 (%)	2.3	-13.2	1.5	-0.1	-6.4
영업이익/금융비용 (배)	95.8	91.9	84.7	84.5	103.7

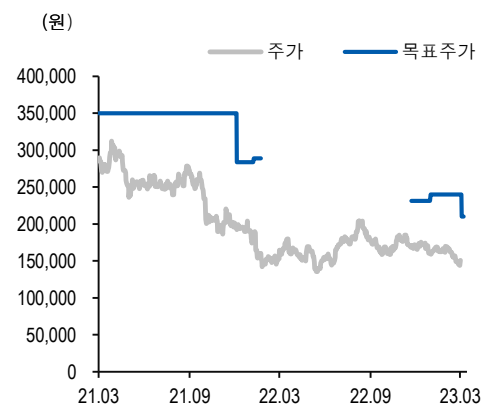
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-03

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 선정시 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.