

셀트리온 (068270)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (M)
현재주가 (4/6)	159,500원
상승여력	32%

시가총액	224,607억원
총발행주식수	146,331,198주
60일 평균 거래대금	765억원
60일 평균 거래량	488,751주
52주 고	204,696원
52주 저	135,822원
외인지분율	20.26%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 77인 22.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.1	(2.4)	(1.7)
상대	5.2	(9.2)	9.3
절대(달러환산)	3.3	(6.2)	(9.2)

성장을 위한 준비 단계

1Q23Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 기록할 것

연결 기준 매출액 6,037억원(+9.6% YoY), 영업이익 1,829억원(+28.6% YoY, OPM 30.3%)로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것을 추정. 1분기 헬스케어항으로 4,064억원 규모의 시밀러를 공급하며, 바이오 시밀러 매출 비중이 커지면서 30% 대의 영업 이익율도 회복될 것으로 예상.

지난 분기에 이어 헬스케어 공급 시밀러 품목에 램시마 SC가 지속적으로 포함되고 있어 램시마 SC 판매가 빠르게 증가하고 있는 것으로 추정. 4Q23에는 램시마SC의 미국 허가가 예상되며, 허가 시점에 맞춰 빠른 런칭이 가능할 것으로 판단. 램시마 SC는 피하 주사로 개발되어 자가 투약이 가능하다는 차별점이 있어 경쟁 심화로 인한 지속적인 가격 인하에서 벗어난 시장을 형성할 것으로 판단.

다수의 시밀러 품목 허가 신청 예정

23년 동사는 5개(성분 기준)의 신규 시밀러들의 품목 허가를 신청할 예정. 22년말 기준 램시마 SC를 포함해 6개의 시밀러 품목을 보유하고 있었으며 5개의 시밀러들이 추가될 수 있을 것. 5개 품목은 아일리아, 프롤리아, 스텔라라 등 대형 품목들로 동사의 시밀러 타겟 시장 규모가 큰 폭으로 늘어날 것.

셀트리온 헬스케어의 미국 직판 시작과 7월과 4Q23에 각각 유프라이마와 램시마 SC의 미국 런칭이 예상되며, 5개의 추가 시밀러 허가 및 판매가 24년부터 추가되기 시작하면서 성장 폭이 커질 것으로 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 21만원 유지

유프라이마(휴미라 시밀러)의 FDA 허가가 늦어지고 있다는 점에서 시장 우려가 있으나 DP CMO가 VAI를 받으며 제조 이슈를 해소. 5월 유프라이마의 FDA 승인을 받으며 시장 우려를 불식시킬 수 있을 것. 유프라이마는 휴미라의 모든 용량(20mg/40mg/80mg)과 제형(AI, PFS)을 보유하고 있어 경쟁이 치열할 것으로 보이는 adalimumab 시밀러 경쟁에서 차별점이 될 수 있을 것.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	604	9.6	18.2	584	3.4
영업이익	183	28.6	81.8	182	0.7
세전계속사업이익	180	27.8	270.7	174	3.4
지배순이익	137	15.2	97.3	164	-16.6
영업이익률 (%)	30.3	+4.5 %pt	+10.6 %pt	31.1	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	22.6	+1.1 %pt	+9.0 %pt	28.1	-5.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,893	2,284	2,560	2,848
영업이익	744	647	772	940
지배순이익	579	538	580	712
PER	64.5	45.5	40.2	32.8
PBR	9.4	5.8	4.9	4.3
EV/EBITDA	38.2	28.2	22.6	19.0
ROE	16.0	13.4	13.2	14.2

자료: 유안타증권

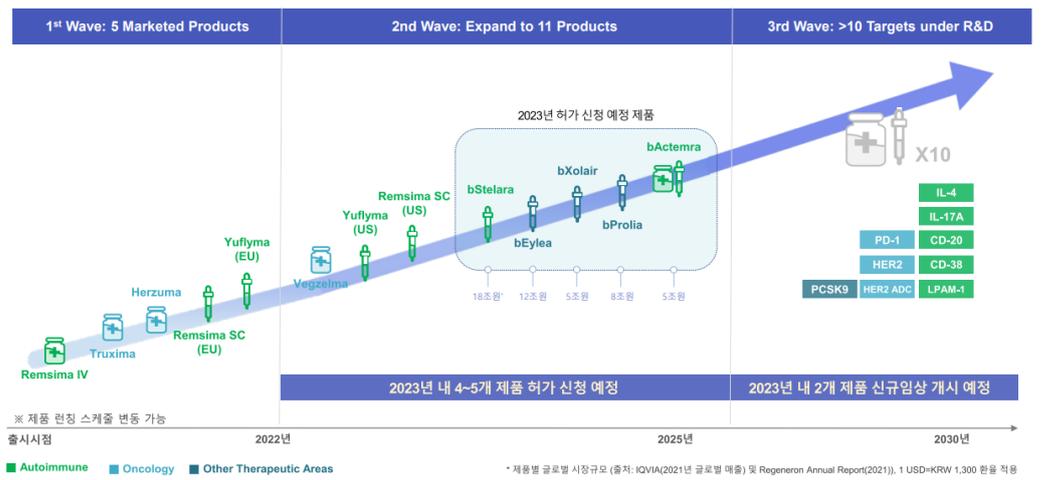
셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	2022	2023E	2024E
매출액	531.5	596.2	626.7	510.6	603.7	652.8	633.8	669.5	2284.0	2559.9	2847.5
YoY	20.5%	38.1%	55.9%	(15.4)%	9.6%	9.5%	1.1%	31.1%	21.6%	12.1%	11.2%
바이오시밀러	265.8	345.8	332.1	339.5	403.7	435.8	448.9	488.1	1154.9	1776.6	2043.2
제약/케미컬	95.7	137.1	119.1	97.0	97.6	123.4	110.4	111.6	452.5	443.0	465.1
기타(TEVA CMO 포함)	170.1	113.3	175.5	74.0	102.4	93.6	74.5	69.8	538.2	340.4	339.3
매출 총이익	232.4	300.3	281.0	200.0	279.5	300.3	297.3	311.3	1032.7	1188.4	1380.5
판매 관리비	109.2	101.2	75.7	99.3	96.6	104.4	102.7	112.5	385.5	416.2	440.1
영업 이익	142.3	199.0	205.3	100.6	182.9	195.8	194.6	198.9	647.2	772.2	940.4
YoY	(31.5)%	21.9%	23.0%	(50.2)%	28.6%	(1.6)%	(5.2)%	97.6%	(13.4)%	19.3%	21.8%
OPM	26.8%	33.4%	32.8%	19.7%	30.3%	30.0%	30.7%	29.7%	28.3%	30.2%	33.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,560	2,848	3,130
매출원가	806	1,251	1,371	1,467	1,580
매출총이익	1,088	1,033	1,188	1,380	1,550
판매비	343	385	416	440	470
영업이익	744	647	772	940	1,081
EBITDA	958	874	1,007	1,191	1,328
영업외손익	-6	-21	-9	-4	8
외환관련손익	33	17	-14	-14	-14
이자손익	-4	7	7	12	24
관계기업관련손익	-4	7	0	0	0
기타	-31	-52	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	739	626	763	936	1,089
법인세비용	153	95	177	217	253
계속사업순이익	586	531	586	719	836
중단사업순이익	10	11	0	0	0
당기순이익	596	543	586	719	836
지배지분순이익	579	538	580	712	828
포괄순이익	615	566	596	728	845
지배지분포괄이익	599	562	584	713	828

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	993	1,063	1,218
당기순이익	596	543	586	719	836
감가상각비	62	65	60	58	53
외환손익	-16	-18	14	14	14
중속, 관계기업관련손익	4	-7	0	0	0
자산부채의 증감	0	-748	-2	-90	-51
기타현금흐름	266	167	335	362	365
투자활동 현금흐름	-356	-297	-492	-445	-164
투자자산	-24	-30	-136	-96	-96
유형자산 증가 (CAPEX)	-63	-111	-45	-41	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-268	-156	-311	-309	-68
재무활동 현금흐름	-69	-350	41	30	29
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-132	-54	0	0	0
자본	21	10	6	0	0
현금배당	0	-102	-52	-51	-51
기타현금흐름	41	-203	87	82	80
연결범위변동 등 기타	18	9	-502	-451	-446
현금의 증감	504	-637	39	196	637
기초 현금	684	1,188	551	590	786
기말 현금	1,188	551	590	786	1,423
NOPLAT	744	647	772	940	1,081
FCF	848	-110	948	1,022	1,218

자료: 유안타증권

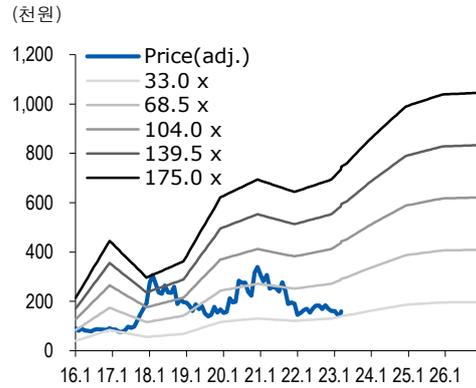
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,372	3,826	4,675
현금및현금성자산	1,188	551	590	786	1,423
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,802	1,938	2,060
재고자산	578	616	784	890	981
비유동자산	2,600	2,962	3,265	3,510	3,479
유형자산	950	1,007	992	975	921
관계기업등 지분관련자산	65	89	224	320	416
기타투자자산	24	29	29	29	29
자산총계	5,674	5,892	6,637	7,337	8,154
유동부채	1,210	1,294	1,415	1,413	1,418
매입채무 및 기타채무	309	371	559	557	562
단기차입금	512	554	554	554	554
유동성장기부채	57	84	84	84	84
비유동부채	413	323	384	393	393
장기차입금	170	152	152	152	152
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,624	1,617	1,799	1,806	1,811
지배지분	3,917	4,139	4,683	5,353	6,138
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,014	4,674	5,450
비지배지분	133	135	156	178	205
자본총계	4,050	4,274	4,839	5,531	6,343
순차입금	-518	179	141	-55	-692
총차입금	744	792	792	792	792

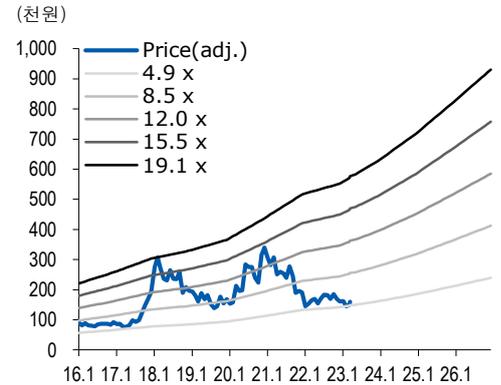
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,966	3,677	3,967	4,864	5,655
BPS	27,056	28,909	32,826	37,519	43,025
EBITDAPS	6,952	6,206	6,881	8,140	9,076
SPS	12,960	15,615	17,494	19,460	21,391
DPS	708	361	361	361	361
PER	64.5	45.5	40.2	32.8	28.2
PBR	9.4	5.8	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	38.2	28.2	22.6	19.0	16.5
PSR	19.7	10.7	9.1	8.2	7.5

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	2.4	20.6	12.1	11.2	9.9
영업이익 증가율 (%)	3.6	-13.0	19.3	21.8	14.9
지배순이익 증가율 (%)	11.9	-7.2	7.9	22.6	16.3
매출총이익률 (%)	57.4	45.2	46.4	48.5	49.5
영업이익률 (%)	39.3	28.3	30.2	33.0	34.5
지배순이익률 (%)	30.6	23.5	22.7	25.0	26.4
EBITDA 마진 (%)	50.6	38.2	39.3	41.8	42.4
ROIC	16.3	13.9	13.1	14.5	15.9
ROA	10.8	9.3	9.3	10.2	10.7
ROE	16.0	13.4	13.2	14.2	14.4
부채비율 (%)	40.1	37.8	37.2	32.7	28.6
순차입금/자기자본 (%)	-13.2	4.3	3.0	-1.0	-11.3
영업이익/금융비용 (배)	90.4	86.2	88.3	107.4	123.5

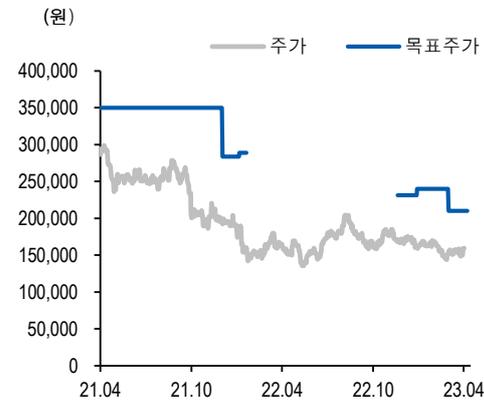
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-07	BUY	210,000	1년		
2023-03-06	BUY	210,000	1년		
2022-11-24	BUY	231,186	1년	-28.98	-24.17
	담당자변경				
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)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-04

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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.