

셀트리온(068270)

1Q23 Preview: 매수할 때

영업이익 컨센서스 대비 22.5% 상회

1분기 실적은 매출 6,296억원(+14.3% YoY, +23.3% QoQ), 영업이익 2,133억원(+49.9% YoY, OPM 33.9%)으로 각각 컨센서스를 9.6%, 22.5% 상회할 전망이다. 1분기 바이오시밀러 매출은 설립 후 최대 금액을 기록할 전망이다. 셀트리온 헬스케어항 바이오시밀러 공급계약 금액은 4,064억원(+64.0% YoY), 계약 공시에 반영되지 않은 완제 매출까지 포함한 바이오시밀러 총매출은 4,257억원으로 전망한다. 매출 비중이 높은 것은 역시 램시마다. 특히 최근 2년 동안 출하 실적이 적었던 램시마SC의 출하가 증가하며 영업이익 개선 효과를 나타낼 것이다.

하면 된다

셀트리온은 신약개발 회사로 체질개선에 돌입한다. 램시마SC와 서정진 회장이 주역다. 램시마SC는 빠르면 올해 10월 미국에서 신약으로 승인받을 전망이다. 서정진 회장은 두가지 신약개발 전략을 제시했다. 1) 파이프라인은 자체 개발한다. 내년 임상 1상 진입 목표인 파이프라인은 총 10개다. 셀트리온은 국내에서 항체 개발 역량이 가장 뛰어난 회사다. 1년 7개월만에 국내 최초로 렉키로나를 유럽 신약으로 승인받은 성공 경험이 있다. 개발 역량에 서정진 회장의 추진력이 더해진다면 내년 10개 파이프라인의 임상 진입은 어렵지만 불가능한 일은 아니다. 2) 신약 플랫폼은 M&A를 통해 확보한다. 회사는 최대 5조원의 재원을 확보할 것이라 언급했다. 한편 합병은 금융 시장이 안정화된 후에 진행할 예정이다.

밸류에이션 매력 높고 실적도 좋다, 지금은 살 때

투자 의견 매수, 목표주가 240,000원(12MF 순이익 736억원, 목표 PER 45배)을 유지한다. 단, 저평가된 밸류에이션을 부각하기 위해 목표주가 산정방식을 기존 DCF 방식에서 PER 적용 상대평가 방식으로 변경했다. 목표 PER 45배는 2019년 9월 바이오 투심이 악화된 가운데 램시마SC 유럽 품목허가를 받은 시점의 밸류다. 올해 가장 기대되는 이벤트가 램시마SC 미국 승인이기 때문이다. 지금은 매수할 때다. 주가 하락을 야기한 요인들은 해소됐으며 1분기 실적 호조, 유폴라이마 미국 5월 승인, 7월 론칭 등 상반기 캐털리스트 대비 밸류에이션 매력이 돋보인다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	1,893	744	579	3,926	11.7	958	48.6	27.9	6.7	16.0	0.4
2022A	2,284	647	538	3,747	(4.5)	874	42.8	25.7	5.1	13.4	0.2
2023F	2,639	905	686	4,799	28.1	1,152	31.2	18.1	4.3	15.4	0.2
2024F	2,813	962	735	4,950	3.1	1,224	30.3	17.1	4.0	14.4	0.2
2025F	2,947	1,040	792	5,133	3.7	1,316	29.2	15.8	3.7	13.6	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 240,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(3/31)	2,477
주가(3/31)	149,800
시가총액(십억원)	21,095
발행주식수(백만)	146
52주 최고/최저가(원)	204,696/135,822
일평균거래대금(6개월, 백만원)	65,962
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.4/20.1
주요주주(%)	셀트리온홀딩스 외 77 인 22.8
	국민연금공단 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	(11.4)	(9.3)
KOSPI 대비(%p)	0.5	(26.3)	0.9

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

강은지

eunji.kang@koreainvestment.com

<표 1> 1Q23 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	629.6	23.3	14.3	9.6	574.3	(3.5)
영업이익	213.3	112.0	49.9	22.5	174.1	(11.1)
영업이익률(%)	33.9	14.2	8.0	3.6	30.3	(2.6)
지배주주순이익	158.2	145.1	33.4	4.2	151.8	(4.7)

자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 2> 1Q23 실적 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	559.5	629.6	12.5	바이오시밀러 계약 공시 반영
램시마	205.5	261.3	27.1	바이오시밀러 계약 공시 반영
트룩시마	54.6	128.7	135.5	바이오시밀러 계약 공시 반영
허쥬마	28.5	35.7	25.3	바이오시밀러 계약 공시 반영
유폴라이마	38.9	0.0	(100.0)	바이오시밀러 계약 공시 반영
베그젤마	28.1	0.0	(100.0)	바이오시밀러 계약 공시 반영
기타	203.9	203.9	0.0	
영업이익	152.2	213.3	40.1	수익성 좋은 바이오시밀러 매출 비중 상승 반영
지배주주순이익	115.8	158.2	36.6	

자료: 한국투자증권

<표 3> 2023년 실적 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	2,482.8	2,639.1	6.3	바이오시밀러 계약 공시 반영
램시마	878.3	963.9	9.7	바이오시밀러 계약 공시 반영
트룩시마	237.6	368.1	55.0	바이오시밀러 계약 공시 반영
허쥬마	124.0	131.2	5.8	바이오시밀러 계약 공시 반영
유폴라이마	169.1	130.2	(23.0)	바이오시밀러 계약 공시 반영
베그젤마	122.1	94.0	(23.0)	바이오시밀러 계약 공시 반영
기타	951.6	951.6	0.0	
영업이익	749.6	904.8	20.7	수익성 좋은 바이오시밀러 매출 비중 상승 반영
지배주주순이익	572.7	672.6	17.4	

자료: 한국투자증권

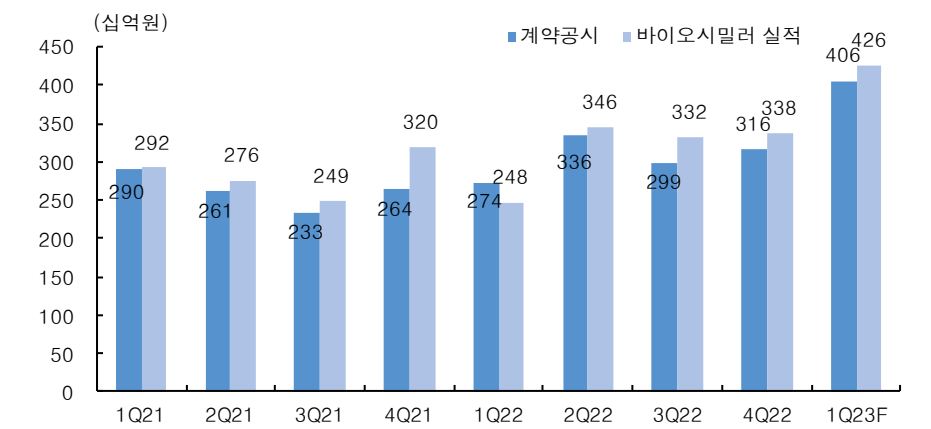
<표 4> 셀트리온 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023F				2024F				연간			
	1QF	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	630	621	673	716	634	659	747	773	2,284	2,639	2,813	2,947
매출액 증가율	14.3	4.1	7.3	40.3	0.7	6.1	11.1	7.9	20.6	15.6	6.6	4.8
램시마	261	234	221	248	242	250	270	278	790	964	1,040	1,087
트룩시마	129	75	81	84	89	93	101	105	216	368	387	399
허쥬마	36	30	32	33	33	35	38	39	146	131	144	150
유폴라이마	0	41	44	46	36	38	41	42	1	130	156	184
베그젤마	0	29	32	33	24	25	27	28	111	94	103	114
기타	204	213	262	273	210	219	271	281	1,021	952	981	1,013
영업이익	213	205	230	257	222	220	247	273	647	905	962	1,040
영업이익 증가율	49.9	2.8	12.2	155.1	3.8	7.6	7.4	6.4	(13.0)	39.8	6.3	8.1
영업이익률	33.9	32.9	34.2	35.8	34.9	33.4	33.1	35.3	28.3	34.3	34.2	35.3
세전이익	203	194	220	247	213	212	239	265	626	865	929	1,006
지배주주순이익	161	154	175	196	169	168	190	208	538	686	735	792
증가율	36.0	(15.9)	4.7	203.0	4.9	8.9	8.5	6.4	(7.2)	27.5	7.1	7.8

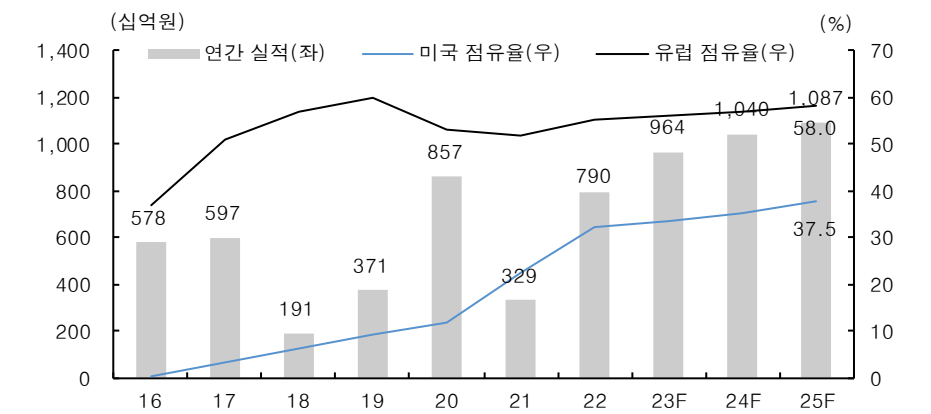
자료: 셀트리온, 한국투자증권

[그림 1] 셀트리온헬스케어항 바이오시밀러 계약공시와 실제 매출간의 괴리



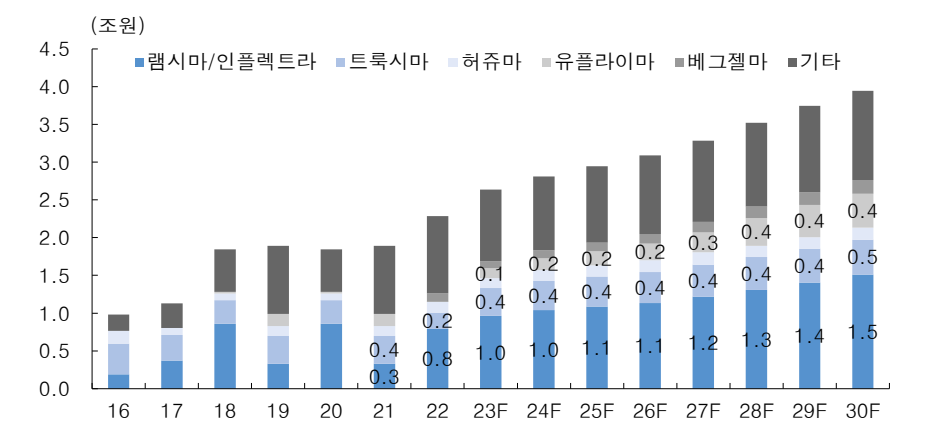
자료: 셀트리온, 한국투자증권

[그림 2] 램시마/인플렉트라 매출, 2022년부터 점진적 우상향 전망



자료: Bloomberg, IQVIA, 셀트리온헬스케어, 셀트리온, 한국투자증권

[그림 3] 셀트리온 제품별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 한국투자증권

〈표 5〉 미국 바이오시밀러 처방수량 기준 점유율 현황(2023년 2월 기준)

성분명	출시일	기업	제품명	점유율(%)	MoM(%p)	YoY(%p)
Infliximab	오리지널	J&J	Remicade	52.4	(0.5)	(10.5)
	2016년 11월	셀트리온	Inflectra	29.6	(0.7)	3.9
	2017년 10월	삼성바이오에피스	Renflexis	9.5	0.4	1.9
	2020년 7월	Amgen	Avsola	8.5	0.7	4.7
Rituximab	오리지널	Roche	Rituxan	29.9	0.7	(8.0)
	2019년 11월	셀트리온	Truxima	29.5	(0.1)	2.7
	2020년 2월	Sandoz	Ruxience	37.3	0.7	3.7
	2021년 1월	Amgen	Riabni	4.1	0.2	2.1
Trastuzumab	오리지널	Roche	Herceptin	30.3	(0.9)	(7.5)
	2019년 7월	Amgen	Kanjinti	33.4	(0.1)	1.5
	2019년 12월	Mylan	Ogivri	8.6	(0.1)	(3.7)
	2020년 3월	Pfizer	Trazimerza	21.0	0.8	6.5
	2020년 3월	셀트리온	Herzuma	1.9	0.1	0.2
	2020년 6월	삼성바이오에피스	Ontruzant	4.8	0.1	3.1
Bevacizumab	오리지널	Roche	Avastin	14.7	(1.5)	(7.6)
	2019년 7월	Amgen	Mvasi	46.5	0.8	(1.9)
	2020년 1월	Pfizer	Zirabev	38.6	0.5	9.2
	2022년 10월	Amneal Pharma	Alymsys	0.2	0.2	NM
	2023년 1H	셀트리온	Begzelma	NM	NM	NM
Ranibizumab	오리지널	Roche	Lucentis	93.0	(0.6)	(7.0)
	2022년 6월	삼성바이오에피스	Byooviz	4.5	0.6	NM
	2022년 9월	Coherus	Cimerli	2.5	(0.0)	NM
Adalimumab	오리지널	Abbvie	Humira	99.9	(0.1)	(0.1)
	2023년 1월	Amgen	Amjevita	0.1	NM	NM
	2023년 7월	셀트리온	Yuflyma	NM	NM	NM
	2023년 7월	삼성바이오에피스	Hadlima	NM	NM	NM
	2023년 7월	BI	Cyltezo	NM	NM	NM
	2023년 7월	Coherus	Yusimry	NM	NM	NM
	2023년 7월	Viartis	Hulio	NM	NM	NM
	2023년 7월	Alvotech / Teva	AVT-02	NM	NM	NM
	2023년 9월	Fresenius Kabi	Idacio	NM	NM	NM
	2023년 9월	Sandoz	Hyrimoz	NM	NM	NM
	2023년 11월	Pfizer	Abrilada	NM	NM	NM

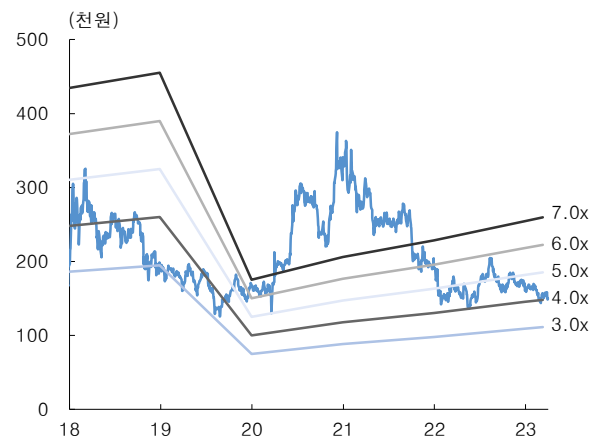
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 셀트리온 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] 셀트리온 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 6> 셀트리온 밸류에이션: 목표주가 24만원

(단위: 십억원)

구분	주요 내용	비고
A. 영업가치(십억원)	33,117	
12MF 예상 순이익	736	
목표 PER(배)	45	2019년 유럽 램시마SC 승인 획득 시점
B. 비영업가치(십억원)	1,569	
셀트리온제약 지분(54.93%)	1,569	
C. 2023F 기준 순차입금(십억원)	166	
D. 기업가치 (A+B-C)	34,519	
E. 유통주식수 (천주)	146,331	
F. 적정주가 (D/E, 원)	235,896	3/31(금) 종가 기준
G. 목표주가	240,000	
H. 현재주가	149,800	
I. 상승여력	60.2%	

주: *신라젠 팩사백 임상 중단 소식에 바이오 투심 약화, 패닉셀 발생하던 시점에 램시마 SC 유럽 판매승인 받은 시점의 PER
자료: 한국투자증권

기업개요

셀트리온은 1991년 설립된 항체의약품 바이오시밀러 개발사이다. 2005년 7월 19일 코스닥 상장, 2018년 2월 9일 유가 증권 시장으로 이전 상장했다. 셀트리온은 바이오시밀러 개발 및 품목허가를 담당하고 계열사인 셀트리온헬스케어를 통해 마케팅과 판매를 진행한다. 주요 수출국은 유럽과 미국이며 주력 제품은 램시마V, 램시마SC, 트룩시마, 허쥬마, 유플라이마이다. 이 외에도 5건의 임상 3상 바이오시밀러 파이프라인을 개발 중이다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,639	2,813	2,947
매출원가	806	1,251	1,318	1,425	1,448
매출총이익	1,088	1,033	1,321	1,388	1,499
판매관리비	343	385	416	426	459
영업이익	744	647	905	962	1,040
영업이익률(%)	39.3	28.3	34.3	34.2	35.3
EBITDA	958	874	1,152	1,224	1,316
EBITDA Margin(%)	50.6	38.2	43.6	43.5	44.7
영업외수익	(5)	(21)	(40)	(33)	(34)
금융수익	42	25	27	29	34
금융비용	13	14	26	24	22
기타영업외손익	(31)	(40)	(42)	(40)	(49)
관계기업관련손익	(4)	7	1	2	4
세전계속사업이익	739	626	865	929	1,006
법인세비용	153	95	173	188	207
연결당기순이익	596	543	692	741	799
지배주주지분순이익	579	538	686	735	792
지배주주순이익률(%)	30.6	23.5	26.0	26.1	26.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	2.4	20.6	15.6	6.6	4.8
영업이익 증가율	3.6	(13.0)	39.8	6.3	8.1
지배주주순이익 증가율	11.9	(7.2)	27.5	7.1	7.8
EPS 증가율	11.7	(4.5)	28.1	3.1	3.7
EBITDA 증가율	7.4	(8.8)	31.8	6.3	7.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	911	1	1,035	762	1,003
당기순이익	596	543	692	741	799
유형자산감가상각비	62	65	30	31	32
무형자산상각비	152	162	217	231	245
자산부채변동	(0)	(748)	91	(246)	(75)
기타	101	(21)	5	5	2
투자활동현금흐름	(356)	(297)	(955)	(727)	(785)
유형자산투자	(63)	(111)	(64)	(64)	(62)
유형자산매각	0	0	1	1	1
투자자산순증	(57)	(39)	(21)	(7)	(180)
무형자산순증	(230)	(201)	(682)	(368)	(378)
기타	(6)	54	(189)	(289)	(166)
재무활동현금흐름	(69)	(350)	(24)	5	20
자본의증가	21	10	0	0	0
차입금의순증	(135)	(58)	36	68	85
배당금지급	(0)	(102)	(52)	(54)	(56)
기타	45	(200)	(8)	(9)	(9)
기타현금흐름	18	9	0	0	0
현금의증가	504	(637)	56	40	237
FCF	751	(198)	384	301	671

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

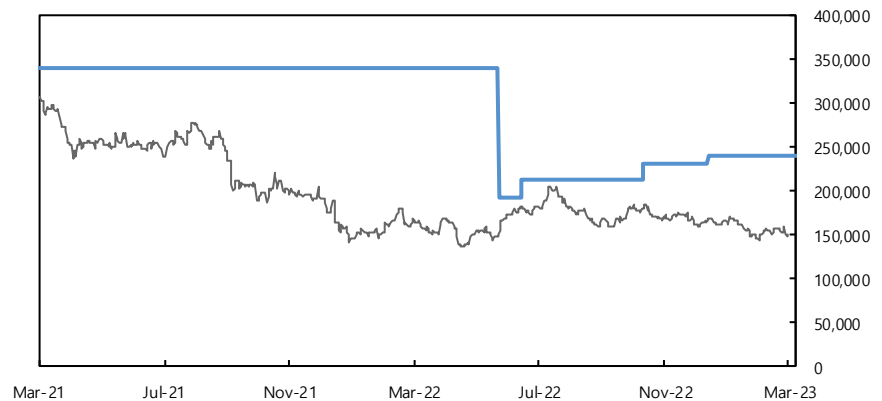
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	5,674	5,892	7,075	7,784	8,691
유동자산	3,074	2,930	3,296	3,513	3,886
현금성자산	1,188	551	607	647	884
매출채권및기타채권	1,122	1,635	1,847	1,969	2,063
재고자산	578	616	712	759	795
비유동자산	2,600	2,962	3,515	3,709	4,068
투자자산	89	118	140	149	333
유형자산	950	1,007	1,040	1,071	1,101
무형자산	1,492	1,622	2,088	2,225	2,357
부채총계	1,624	1,617	2,163	2,187	2,353
유동부채	1,210	1,294	1,705	1,700	1,850
매입채무및기타채무	309	371	428	703	737
단기차입금및단기사채	512	554	600	668	742
유동성장기부채	57	84	82	68	71
비유동부채	413	323	458	486	504
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	174	155	140	148	149
자본총계	4,050	4,274	4,912	5,597	6,338
지배주주지분	3,917	4,139	4,771	5,450	6,184
자본금	138	141	146	152	158
자본잉여금	856	871	871	871	871
기타자본	(154)	(406)	(406)	(406)	(406)
이익잉여금	3,052	3,485	4,112	4,785	5,512
비지배주주지분	133	135	141	147	154
순차입금	(518)	206	145	166	9

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,926	3,747	4,799	4,950	5,133
BPS	28,340	31,719	34,699	37,714	40,793
DPS	708	361	361	361	361
수익성(%)					
ROA	11.1	9.4	10.7	10.0	9.7
ROE	16.0	13.4	15.4	14.4	13.6
배당수익률	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	17.7	9.6	7.8	7.6	7.3
안정성					
부채비율(x)	40.1	37.8	44.0	39.1	37.1
차입금/자본총계비율(%)	18.4	19.2	17.4	16.5	15.9
이자보상배율(x)	90.4	86.2	55.6	74.5	101.5
순차입금/EBITDA(x)	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.0
Valuation(x)					
PER	48.6	42.8	31.2	30.3	29.2
최고	93.9	55.3	35.8	34.7	33.5
최저	46.6	35.7	29.7	28.8	27.8
PBR	6.7	5.1	4.3	4.0	3.7
최고	13.0	6.5	5.0	4.6	4.2
최저	6.5	4.2	4.1	3.8	3.5
PSR	14.7	10.3	8.3	8.1	8.0
EV/EBITDA	27.9	25.7	18.1	17.1	15.8

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
셀트리온 (068270)	2020.08.10	매수	334,234원	-14.5	12.1
	2021.05.12	매수	340,357원	-38.7	-18.2
	2022.05.12	1년경과		-56.8	-53.2
	2022.06.22	매수	192,655원	-10.1	-5.0
	2022.07.14	매수	211,920원	-16.3	-3.4
	2022.11.10	매수	231,186원	-26.7	-20.0
	2023.01.12	매수	240,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2023년 4월 3일 현재 셀트리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 셀트리온 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.