

# 셀트리온 (068270)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>240,000원 (I)</b>
현재주가 (11/23)	<b>175,000원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	246,409억원
총발행주식수	140,805,210주
60일 평균 거래대금	682억원
60일 평균 거래량	381,522주
52주 고	212,500원
52주 저	141,000원
외인지분율	21.55%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 73인 22.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.6	(9.8)	(15.7)
상대	(7.9)	(9.1)	4.5
절대(달러환산)	7.1	(10.2)	(25.8)

## 바이오시밀러 시장 확대의 대표 수혜 기업

### 항체 의약품들의 특허 만료

바이오 시밀러도 제네릭 의약품과 마찬가지로 오리지널 의약품의 특허가 만료된 이후 출시가 가능하다. 현재 항체 바이오 시밀러 의약품은 7개의 성분이 출시되었으며, 엔브렐, 휴미라의 특허 문제로 미국 판매가 되지 않고 있으며 루센티스 바이오 시밀러 출시가 얼마 되지 않은 점을 고려하면 레미케이드와 제넨텍 항체 의약품 3종(허셉틴, 아바스틴, 리툭산)이 항체 바이오 시밀러 시장 전체를 구성하고 있었다.

23년부터 휴미라(미국)를 시작으로 스텔라라, 아일리아 등 항체 의약품 특허 만료가 지속될 예정으로 바이오 시밀러 품목이 다양해지면서 시밀러 시장이 고성장을 시작할 전망이다.

### 미국 직판과 IRA 법안

셀트리온 헬스케어는 유럽에 이어 미국에서도 파트너사를 통한 판매 전략에서 직접 판매로 변경할 예정이다. 분기마다 셀트리온 헬스케어와 판매 금액 변동에 따른 추가 정산이 이루어지는 특성상, 직접 판매 정산에 따른 셀트리온 헬스케어 이익율 증가는 헬스케어와 셀트리온 모두 이익 증가로 이어질 것으로 판단한다.

IRA 법안 시행으로 27년까지 바이오 시밀러 처방에 대한 추가 급여 상향(6%→8%)으로 직접적인 바이오 시밀러 사용이 확대되는 동시에 장기 독점 블록버스터에 대한 CMS 약가 협상권 부여로 바이오 시밀러 출시 시기는 현재보다 단축될 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 240,000원

투자 의견 매수와 목표주가 240,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 미국 직판이 안 정확에 접어들 것으로 예상되는 24년 예상 순이익 8,314억원 타겟 P/E 40배(셀트리온 1H19~20년 2월 평균 P/E 50에서 20% 할인)해서 산출했다.

다수의 바이오 시밀러 개발 파이프라인을 보유하고 있어, 특허 만료 시점에 맞춰 바이오시밀러를 출시하는 퍼스트 무버 전략이 다시 작용할 것으로 기대하며, 특허 만료로 인한 바이오 시밀러 시장 성장에서 다수 파이프라인 보유로 가장 큰 수혜를 입을 수 있을 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	589	-5.3	-6.0	635	-7.2
영업이익	208	-6.3	1.3	230	-9.4
세전계속사업이익	197	31.8	-6.2	171	15.5
지배순이익	159	27.4	-4.5	167	-4.7
영업이익률 (%)	35.3	-0.4 %pt	+2.5 %pt	36.2	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	27.0	+6.9 %pt	+0.4 %pt	26.3	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,849	1,912	2,362	2,667
영업이익	719	757	755	977
지배순이익	518	579	628	746
PER	66.4	64.4	39.3	33.0
PBR	10.3	9.4	5.6	4.7
EV/EBITDA	38.3	37.7	24.8	20.0
ROE	17.1	16.0	15.3	15.9

자료: 유안타증권

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	457.0	431.8	401.0	621.9	550.6	596.1	645.6	589.1	1,911.6	2,381.4	2,667.5
YoY	22.6%	0.7%	(26.9%)	24.7%	20.5%	38.1%	61.0%	(5.3%)	3.4%	24.6%	12.0%
바이오시밀러	283.3	241.8	248.6	217.7	275.3	345.7	342.2	357.0	991.4	1,205.1	1,745.2
CMO(TEVA)	0	0	0	373	0	0	0	22.2	37.3	22.2	83.4
제약/케미컬	73.1	99.3	80.2	93.3	99.1	137.1	122.7	125.9	345.9	484.8	507.4
기타	100.5	90.7	72.2	273.6	176.2	113.3	180.8	840	537.0	554.2	331.5
매출 총이익	297.1	239.4	247.8	321.5	251.5	300.2	300.0	297.5	1,105.8	1,149.3	1,373.3
판매 관리비	89.4	76.2	83.9	99.5	109.2	101.2	86.2	89.5	348.9	386.2	381.3
영업 이익	207.7	163.2	164.0	222.0	142.3	199.0	205.3	208.0	756.9	754.5	976.5
YoY	72.7%	(10.2%)	(33.1%)	29.7%	(31.5%)	21.9%	25.2%	(6.3%)	5.3%	(0.3%)	29.4%
OPM	45.4%	37.8%	40.9%	35.7%	25.8%	33.4%	32.8%	35.3%	39.6%	31.9%	36.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

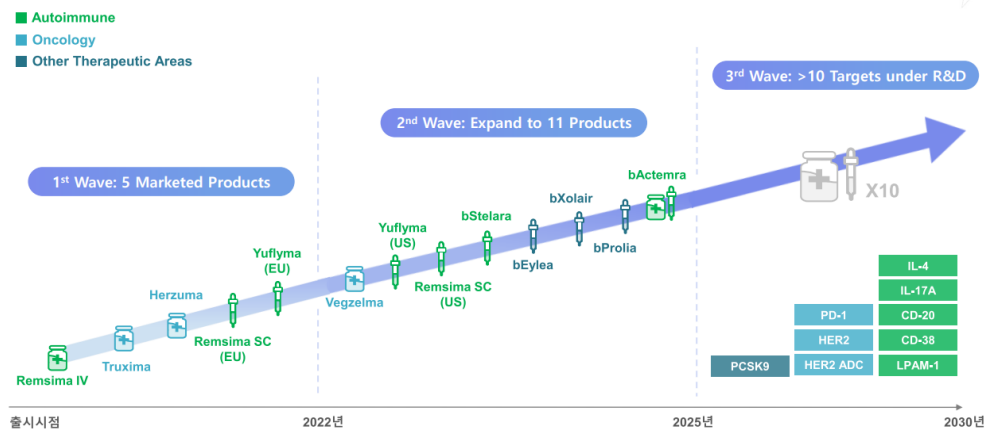
셀트리온 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	33,257 (십억원)	24년 예상 순이익 8,314억원 Target P/E Multiple 40x 적용 (셀트리온 2H19~20.2 평균 P/E에서 20% 할인)
2. 순차입금	(441) (십억원)	2022년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	33,698 (십억원)	1~2
4. 총 주식수	140,805 (천주)	
5. 주당 가치	239,323 (원)	3/4
6. 목표 주가	240,000 (원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 바이오 시밀러 개발 계획

Next Wave 파이프라인



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,849	1,912	2,362	2,667	2,942
매출원가	821	806	1,232	1,294	1,412
매출총이익	1,028	1,106	1,130	1,373	1,530
판매비	309	349	376	397	471
영업이익	719	757	755	977	1,059
EBITDA	892	971	980	1,186	1,247
영업외손익	-61	-6	20	-34	-17
외환관련손익	-23	33	29	-4	-4
이자손익	-2	-4	7	19	37
관계기업관련손익	3	-4	7	-9	-9
기타	-39	-31	-23	-41	-41
법인세비용차감전순이익	657	751	775	942	1,042
법인세비용	131	156	153	189	211
계속사업순이익	526	596	622	753	831
중단사업순이익	0	0	11	0	0
당기순이익	526	596	634	753	831
지배지분순이익	518	579	628	746	824
포괄순이익	529	615	741	908	986
지배지분포괄이익	521	599	734	900	977

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	351	911	527	701	1,131
당기순이익	526	596	634	753	831
감가상각비	58	62	65	59	53
외환손익	14	-16	-27	4	4
중속, 관계기업관련손익	-3	4	-7	9	9
자산부채의 증감	-507	0	-271	-371	-1
기타현금흐름	263	266	134	247	236
투자활동 현금흐름	-472	-356	-189	19	16
투자자산	3	-24	39	38	38
유형자산 증가 (CAPEX)	-87	-63	-91	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-389	-268	-136	-19	-22
재무활동 현금흐름	266	-69	-304	28	26
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-52	-132	-44	0	0
자본	19	21	9	0	0
현금배당	0	0	-102	-101	-101
기타현금흐름	299	41	-166	130	128
연결범위변동 등 기타	-7	18	-16	-130	-130
현금의 증감	138	504	19	617	1,044
기초 현금	546	684	1,188	1,207	1,825
기말 현금	684	1,188	1,207	1,825	2,869
NOPLAT	719	757	755	977	1,059
FCF	264	848	436	701	1,131

자료: 유안타증권

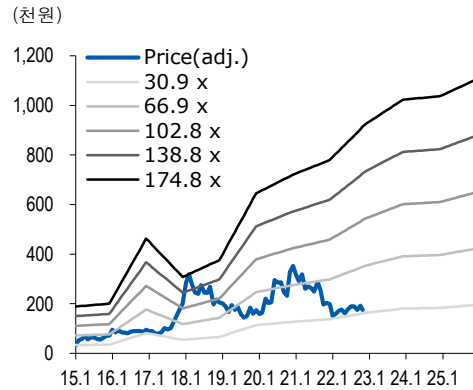
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,516	3,074	3,423	4,516	5,661
현금및현금성자산	684	1,188	1,207	1,825	2,869
매출채권 및 기타채권	1,316	1,122	1,285	1,619	1,693
재고자산	384	578	650	793	819
비유동자산	2,504	2,600	2,691	2,435	2,199
유형자산	946	950	974	914	862
관계기업 등 지분관련자산	48	65	74	27	-19
기타투자자산	31	24	25	25	25
자산총계	5,020	5,674	6,114	6,951	7,860
유동부채	1,057	1,210	1,197	1,208	1,210
매입채무 및 기타채무	300	309	428	439	441
단기차입금	437	512	584	584	584
유동성장기부채	134	57	49	49	49
비유동부채	536	413	468	468	468
장기차입금	200	170	175	175	175
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,593	1,624	1,665	1,676	1,678
지배지분	3,308	3,917	4,302	5,102	5,979
자본금	135	138	141	141	141
자본잉여금	828	856	868	868	868
이익잉여금	2,475	3,052	3,575	4,220	4,943
비지배지분	120	133	147	174	203
자본총계	3,428	4,050	4,449	5,275	6,182
순차입금	76	-518	-441	-1,058	-2,102
총차입금	774	744	811	811	811

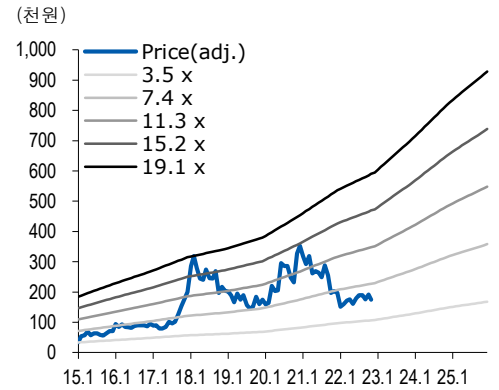
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,691	4,122	4,458	5,301	5,853
BPS	23,773	28,115	31,192	36,989	43,349
EBITDAPS	6,616	7,044	6,961	8,424	8,859
SPS	13,181	13,597	16,779	18,944	20,892
DPS	0	735	735	735	735
PER	66.4	64.4	39.3	33.0	29.9
PBR	10.3	9.4	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	38.3	37.7	24.8	20.0	18.2
PSR	18.6	19.5	10.4	9.2	8.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	63.9	3.4	23.6	12.9	10.3
영업이익 증가율 (%)	88.3	5.3	-0.3	29.4	8.4
지배순이익 증가율 (%)	72.0	11.9	8.3	18.9	10.4
매출총이익률 (%)	55.6	57.8	47.8	51.5	52.0
영업이익률 (%)	38.9	39.6	31.9	36.6	36.0
지배순이익률 (%)	28.0	30.3	26.6	28.0	28.0
EBITDA 마진 (%)	48.3	50.8	41.5	44.5	42.4
ROIC	17.9	16.6	15.6	18.3	19.4
ROA	11.7	10.8	10.7	11.4	11.1
ROE	17.1	16.0	15.3	15.9	14.9
부채비율 (%)	46.5	40.1	37.4	31.8	27.1
순차입금/자기자본 (%)	2.3	-13.2	-10.2	-20.7	-35.2
영업이익/금융비용 (배)	95.8	91.9	98.7	107.2	115.8

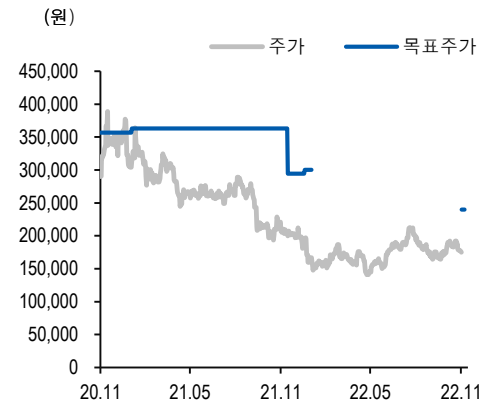
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	240,000	1년		
2021-12-07	BUY	294,444	1년	-40.42	-27.83
2021-08-10	1년 경과 이후		1년	-33.66	-18.95
2020-08-10	BUY	356,615	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)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해의 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 투자사결정은 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.