

셀트리온 (068270)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	240,000원 (M)
현재주가 (1/13)	169,000원
상승여력	42%

시가총액	237,961억원
총발행주식수	146,316,918주
60일 평균 거래대금	584억원
60일 평균 거래량	328,341주
52주 고	204,696원
52주 저	135,822원
외인지분율	20.95%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 73인 22.82%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
	(2.0)	6.3	(10.0)
상대	(2.5)	(3.6)	11.7
	절대(달러환산)	3.1	22.6

4Q22Preview: 아쉬운 실적, 준비는 착착

4Q22 Preview: 컨센서스 하회

지난 4분기 실적은 컨센서스(매출액 6,168억원, 영업이익 2,167억원)을 하회할 것으로 전망. 당사는 매출액 5,787억원(-6.9%YoY, -7.6%QoQ), 영업이익 1,840억원(-17.1%YoY, -10.4%QoQ)로 추정. 3Q22와 달리 셀트리온USA 매각 관련 이익과 같은 일회성 실적이 없었음. 헬스케어와의 계약 공시는 전분기 보다 소폭 증가했으며, 공급 품목에 램시마 SC 포함.

4Q22로 예상되던 유프라이마의 FDA 승인이 지연되고 있으나 출시 예정(7월) 전 승인은 가능할 것으로 예상되며, 출시 지연은 없을 것으로 판단. 지난 12월 램시마 SC의 BLA를 FDA에 제출했으며 램시마 SC는 신약으로 미국 허가를 진행 중에 있음. 승인 시점은 23년말로 예상하며 다년간 유럽에서의 사용 실적 등을 바탕으로 허가 가능성은 높을 것으로 판단. 24년부터 판매를 시작할 것으로 보이며 경쟁 제품이 없고 높은 편의성으로 높은 약가가 예상되며, 자가면역질환 시장의 72%가 미국 시장으로 유럽보다 높은 이익을 기대할 수 있을 것.

바이오 배터 개발: I.V→S.C→P.O?

라니 테라퓨틱스와 경구용 캡슐 플랫폼인 라니필(RaniPill)을 적용한 경구용 Ustekinumab(스텔라라 성분) 공동개발과, 향후 글로벌 판권에 대한 우선 협상이 가능한 계약을 체결. 라니필은 약물을 포함한 마이크로니들에 장용 코팅을 적용, 소장에서 마이크로니들을 통해 소장벽에 주사하는 방식으로 소장은 통각 수용체가 없다는 점을 이용한 새로운 개념의 경구용 제형화 기술로 판단.

Oramed(이스라엘), Emisphere(미국, 노보노디스크가 인수)등이 바이오 의약품의 경구제형 개발을 진행중. Oramed는 경구용 인슐린 임상 3상에서 실패, 노보노디스크는 경제성 문제로 개발 포기. Semaglutide 경구제인 Rybelsus(7mg/일)는 상화에 성공했으나 주사제인 Ozempic(0.5mg/주) 대비 100배 가까운 원료 의약품을 사용. 펩타이드보다 단가가 높은 단클론 항체에 적용하기는 어려울 것으로 판단. 라니필 플랫폼은 장내 주사 방식으로 높은 생체이용률이 가능할 것으로 보여 다수의 바이오 모달리티에서 경제성이 있을 것으로 판단.

투자의견 매수, 목표주가 240,000원을 유지

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	579	-6.9	-7.6	617	-6.2
영업이익	184	-17.1	-10.4	217	-15.1
세전계속사업이익	173	15.9	-17.5	187	-7.2
지배순이익	140	12.0	-16.1	153	-8.5
영업이익률 (%)	31.8	-3.9 %pt	-1.0 %pt	35.1	-3.3 %pt
지배순이익률 (%)	24.2	+4.1 %pt	-2.4 %pt	24.8	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,849	1,912	2,352	2,575
영업이익	719	757	731	921
지배순이익	518	579	608	703
PER	66.5	64.5	38.6	35.2
PBR	10.3	9.4	5.4	4.8
EV/EBITDA	38.3	37.7	23.3	20.1
ROE	17.1	16.0	14.8	15.1

자료: 유안타증권

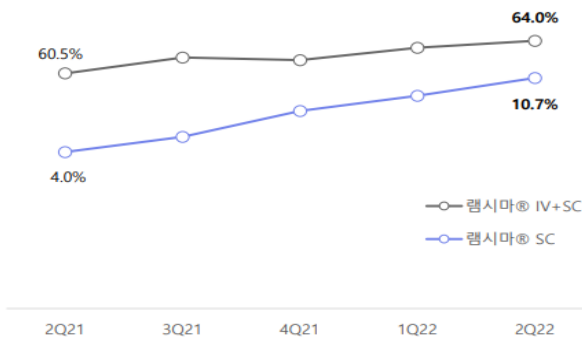
셀트리온 실적 추정

(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	578.7	1,911.6	2,371.0	2,575.1
YoY	22.6%	0.7%	(26.9%)	24.7%	20.5%	38.1%	61.0%	(6.9%)	3.4%	24.0%	8.6%
바이오시밀러	283.3	241.8	248.6	217.7	275.3	345.7	342.2	357.8	991.4	1,210.3	1,660.8
CMO(TEVA)	0	0	0	373	0	0	0	16.7	37.3	16.7	89.0
제약/케미컬	73.1	99.3	80.2	93.3	99.1	137.1	122.7	120.3	345.9	479.2	493.8
기타	100.5	90.7	72.2	273.6	176.2	113.3	180.8	84.0	537.0	554.2	331.5
매출 총이익	297.1	239.4	247.8	321.5	251.5	300.2	300.0	271.4	1,105.8	1,123.2	1,307.5
판매 관리비	89.4	76.2	83.9	99.5	109.2	101.2	86.2	87.4	348.9	384.0	386.3
영업 이익	207.7	163.2	164.0	222.0	142.3	199.0	205.3	184.0	756.9	739.1	921.3
YoY	72.7%	(10.2%)	(33.1%)	29.7%	(31.5%)	21.9%	25.2%	(17.1%)	5.3%	(2.3%)	24.7%
OPM	45.4%	37.8%	40.9%	35.7%	25.8%	33.4%	32.8%	31.8%	39.6%	31.2%	35.8%

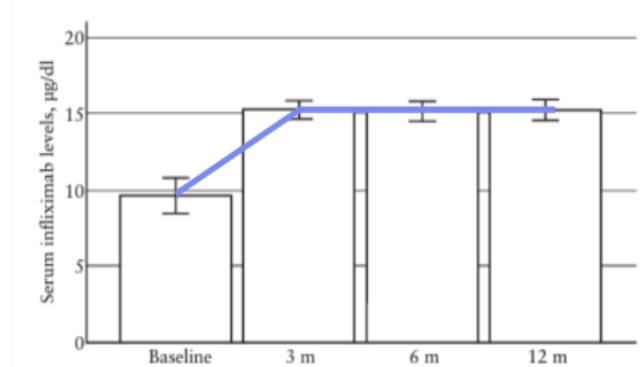
자료: 유안타증권 리서치센터

램시마 SC 유럽(5MM) 점유율(수량 기준)



자료: IQVIA, 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

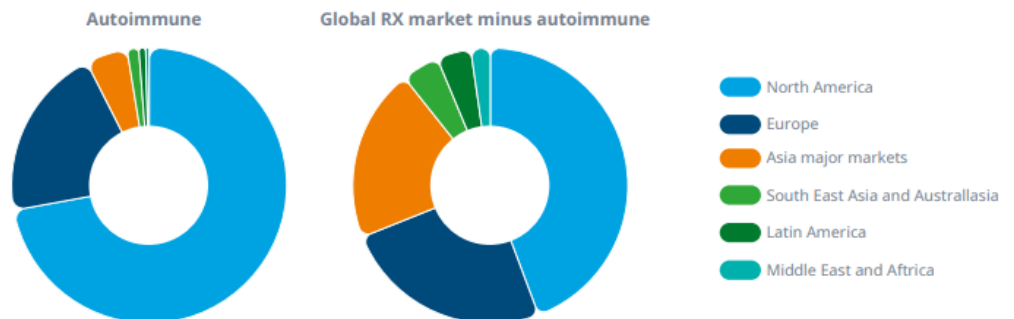
램시마 SC 스위칭 환자 PK data



자료: UEGW, 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

지역별 의약품 시장 규모

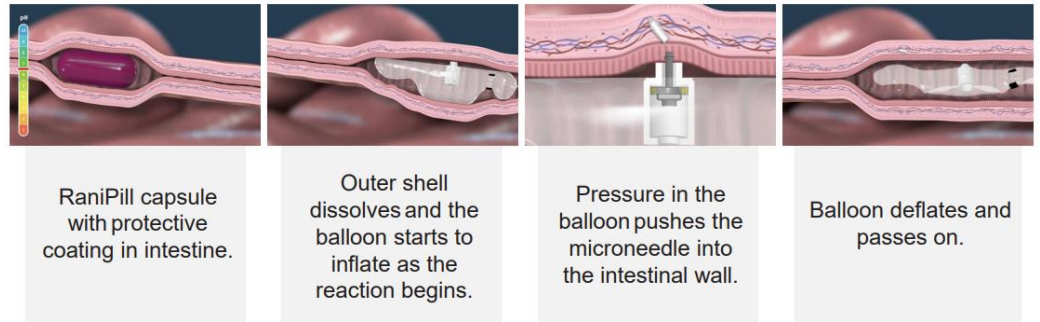
Figure 3: Regional distribution of sales, autoimmune versus rest of RX market, 2021



Source: IQVIA Forecast Link, May 2022

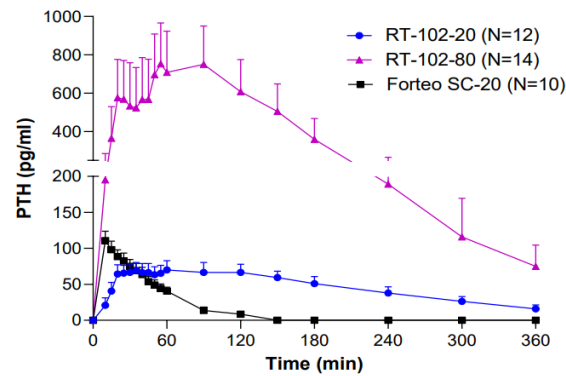
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

RaniPill Technology



자료: Rani therapeutics, 유안타증권 리서치센터

RT-102(vs Forteo SC) PK data



자료: Rani therapeutics, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 바이오시밀러 개발 현황

	제품명	오리지널 의약품	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	Remsima [™] Infliximab	REMICADE [®] Infliximab	허가 획득	허가 획득
	Remsima [™] SC	-	임상 3상	허가 획득
	Yuflyma [™] adalimumab	HUMIRA [®] Adalimumab	허가 신청 (2020.11월)	허가 획득
	CT-P43	STELARA [®] Ustekinumab	임상 3상	
	CT-P47	ACTEMRA [®] Tocilizumab	임상 3상	
항암제	Truxima [™] Rituximab	RITUXAN [®] Rituximab	허가 획득	허가 획득
	Herzuma [™] trastuzumab	HERCEPTIN [®] Trastuzumab	허가 획득	허가 획득
	Vegzelma [™] bevacizumab	AVASTIN [®] Bevacizumab	허가 획득	허가 획득
기타 적응증	CT-P42 (황반변성)	EYLEA [®] Aflibercept	임상 3상	
	CT-P39 (천식, 두드러기)	XOLAIR [®] Omalizumab	임상 3상	
	CT-P41 (골다공증)	PROLIA [®] Denosumab	임상 3상	

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	2,352	2,575	2,830	
매출원가	821	806	1,248	1,268	1,358	
매출총이익	1,028	1,106	1,104	1,308	1,472	
판매비	309	349	374	386	453	
영업이익	719	757	731	921	1,019	
EBITDA	892	971	956	1,131	1,207	
영업외손익	-61	-6	20	-33	-17	
외환관련손익	-23	33	29	-4	-4	
이자손익	-2	-4	7	20	37	
관계기업관련손익	3	-4	7	-9	-9	
기타	-39	-31	-23	-41	-41	
법인세비용차감전순손익	657	751	751	888	1,002	
법인세비용	131	156	148	179	203	
계속사업순손익	526	596	603	709	800	
중단사업순손익	0	0	11	0	0	
당기순이익	526	596	614	709	800	
지배지분순이익	518	579	608	703	793	
포괄순이익	529	615	721	864	954	
지배지분포괄이익	521	599	715	856	946	

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	545	829	1,120	
당기순이익	526	596	614	709	800	
감가상각비	58	62	65	59	53	
외환손익	14	-16	-27	4	4	
중속, 관계기업관련손익	-3	4	-7	9	9	
자산부채의 증감	-507	0	-234	-199	19	
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	37	26	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-52	-132	-44	0	0	
자본	19	21	9	6	0	
현금배당	0	0	-102	-98	-102	
기타현금흐름	299	41	-166	130	128	
연결범위변동 등 기타	-7	18	-16	-131	-131	
현금의 증감	138	504	37	754	1,031	
기초 현금	546	684	1,188	1,225	1,979	
기말 현금	684	1,188	1,225	1,979	3,011	
NOPLAT	719	757	731	921	1,019	
FCF	264	848	454	829	1,120	

자료: 유안타증권

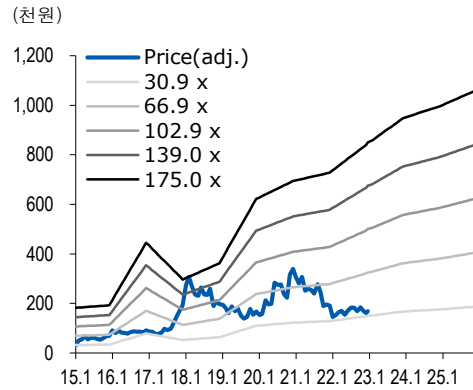
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
유동자산	2,516	3,074	3,408	4,453	5,564	
현금및현금성자산	684	1,188	1,225	1,979	3,011	
매출채권 및 기타채권	1,316	1,122	1,264	1,474	1,533	
재고자산	384	578	639	720	740	
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	6,099	6,888	7,764	
유동부채	1,057	1,210	1,202	1,200	1,201	
매입채무 및 기타채무	300	309	433	431	432	
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	1,669	1,667	1,669	
지배지분	3,308	3,917	4,283	5,049	5,894	
자본금	135	138	141	146	146	
자본잉여금	828	856	868	868	868	
이익잉여금	2,475	3,052	3,556	4,161	4,852	
비지배지분	120	133	146	172	200	
자본총계	3,428	4,050	4,429	5,220	6,095	
순차입금	76	-518	-459	-1,213	-2,244	
총차입금	774	744	811	811	811	

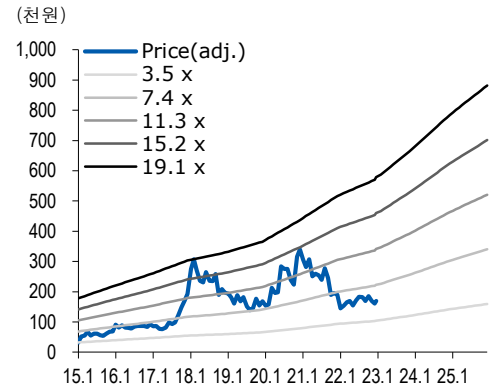
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	3,552	3,966	4,159	4,806	5,417	
BPS	22,877	27,056	29,860	35,197	41,093	
EBITDAPS	6,616	7,044	6,791	7,730	8,250	
SPS	12,684	13,085	16,076	17,599	19,341	
DPS	0	708	708	708	708	
PER	66.5	64.5	38.6	35.2	31.2	
PBR	10.3	9.4	5.4	4.8	4.1	
EV/EBITDA	38.3	37.7	23.3	20.1	18.0	
PSR	18.6	19.5	10.0	9.6	8.7	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	63.9	3.4	23.0	9.5	9.9	
영업이익 증가율 (%)	88.3	5.3	-3.5	26.1	10.6	
지배순이익 증가율 (%)	72.0	11.9	5.0	15.6	12.7	
매출총이익률 (%)	55.6	57.8	46.9	50.8	52.0	
영업이익률 (%)	38.9	39.6	31.1	35.8	36.0	
지배순이익률 (%)	28.0	30.3	25.9	27.3	28.0	
EBITDA 마진 (%)	48.3	50.8	40.7	43.9	42.7	
ROIC	17.9	16.6	15.2	17.7	19.7	
ROA	11.7	10.8	10.3	10.8	10.8	
ROE	17.1	16.0	14.8	15.1	14.5	
부채비율 (%)	46.5	40.1	37.7	31.9	27.4	
순차입금/자기자본 (%)	2.3	-13.2	-10.7	-24.0	-38.1	
영업이익/금융비용 (배)	95.8	91.9	95.6	101.1	111.4	

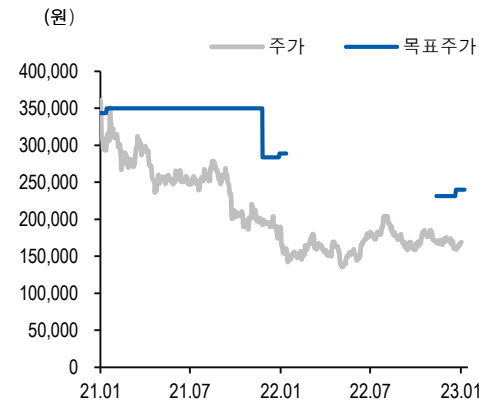
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-01-16	BUY	240,000	1년		
2022-11-24	BUY	231,186	1년	-27.26	-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)	94.5
Hold(중립)	4.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-01-11

※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 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.