

셀트리온 (068270/KS)

합병 성공에 대한 강한 확신. 실적도 긍정적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 210,000 원(유지)

현재주가: 150,100 원

상승여력: 39.9%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
3773-9909

Company Data

| | |
|--------------|------------|
| 발행주식수 | 22,029 만주 |
| 시가총액 | 21,975 십억원 |
| 주요주주 | |
| 셀트리온홀딩스(외74) | 22.80% |
| 국민연금공단 | 7.43% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(23/10/24) | 150,100 원 |
| KOSPI | 2,383.51pt |
| 52주 최고가 | 184,949 원 |
| 52주 최저가 | 131,800 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 68 십억원 |

주가 및 상대수익률



3Q23 Pre: 고른 시밀러 매출 성장과 CMO 매출 가세로 호실적 전망

3Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,862 억원(+9.5% YoY, 이하 YoY 생략), 2,514 억원(+22.4%, OPM 36.6%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치와 시장 컨센서스 대비 영업이익이 약 12% 이상 상회하는 호실적이 기대된다. 별도 매출액과 영업이익은 각각 5,754 억원(+27.1%), 2,289 억원(+23.0%, OPM 39.8%)으로 전망한다. 주요 바이오시밀러 품목들의 고른 매출 성장과 더불어 파트너사 테바향 CMO 매출 가세로 매출액은 전분기대비 유의미한 성장이 기대된다. 3Q23 셀트리온헬스케어향 바이오시밀러 공급계약 공시 금액은 4,236 억원으로 전년동기대비 41.5%, 전분기대비 13.4% 증가하며 사상 최대 규모의 공급계약을 기록했다. 테바향 CMO 매출 역시 약 700 억원을 기록한 것으로 파악되며, 이는 앞서 2022년 8월 공급계약을 체결한 1,112억원 규모의 아조비(Ajovy) 원료의약품 위탁개발생산 계약 체결에 따른 매출로 파악된다. 수익성이 좋은 램시마 SC/짐펜트라를 필두로 한 바이오시밀러 매출 고성장, 테바향 CMO 매출 반영을 바탕으로 별도 영업이익률은 39.8%가 예상되며, 이는 영업이익률 41.1%를 기록했던 3Q22 이후 하락했던 영업이익률의 완전한 회복세가 지속되고 있다는 점에서 긍정적이다.

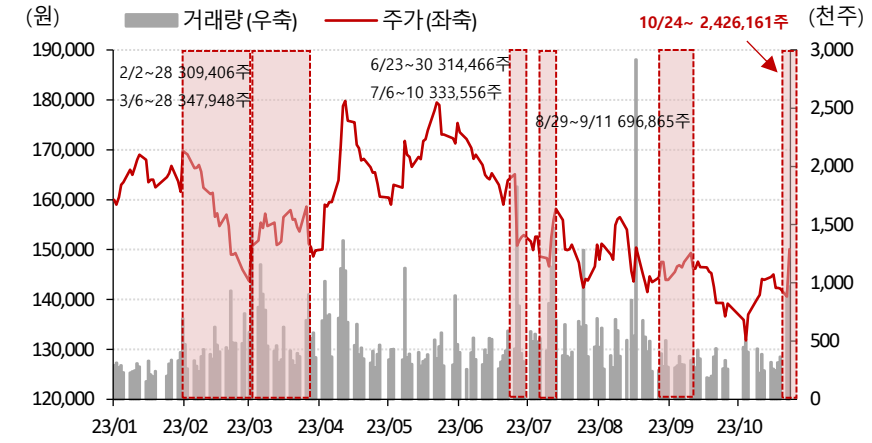
분명한 합병 의지 재확인. 3,450 억원 규모 자기주식 취득이 핵심

셀트리온과 셀트리온헬스케어는 23일 각 사 임시 주주총회를 거쳐 양사 합병 계약서를 승인했다. 같은 날 셀트리온은 합병 승인 소식과 더불어 합병에 대한 그룹의 의지를 드러낸 3,599 억원 규모의 자사주 소각, 3,450 억원 규모의 자사주 매입 결정을 공시했다.

특히 3,450 억원 규모의 자사주 매입은 최근 셀트리온의 거래량을 감안 시 주식매수청구권 행사 가격(셀트리온 기준 150,813 원)에 다소 못미쳤던(20일 종가 기준 괴리율 -5.7%) 주가의 반등에 유의미한 영향을 미칠 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 셀트리온은 연초 이후 현재까지 6 차례의 자사주 매입을 공시했다(23일 공시 포함). 이 중 앞서 진행된 5 차례의 자사주 매입을 통해 2,002,241 주를 매입했다. 이번 공시는 연초 이후 진행된 5 차례의 자사주 매입을 모두 합산한 규모를 웃도는 2,426,161 주를 매수할 예정이며, 합병에 대한 의지를 감안 시 주식매수청구권 행사기간 중 대부분 매수가 이뤄질 것으로 추정된다. 주식매수청구권 행사기간인 10월 23일~11월 13일(16거래일)을 감안 시 일평균 취득예정주식수는 151,635 주이다. 가장 최근에 마무리된 자사주 매입일인 9월 11일 이후 자사주 매입 결정 공시 이전인 10월 20일까지 셀트리온의 평균 거래량이 323,879주, 10월 이후로는 345,825주였던 점을 감안 시 일간 거래량의 약 45%에 달하는 규모다. 물론 전일 이와 맞물린 주가 반등에 따른 거래량 증가가 나타났던 만큼 실질적인 의미는 이보다 축소될 수는 있으나, 셀트리온그룹의 합병 의지는 분명하며 전일 주가 반등을 통해서도 분명한 효과를 확인할 수 있었다.

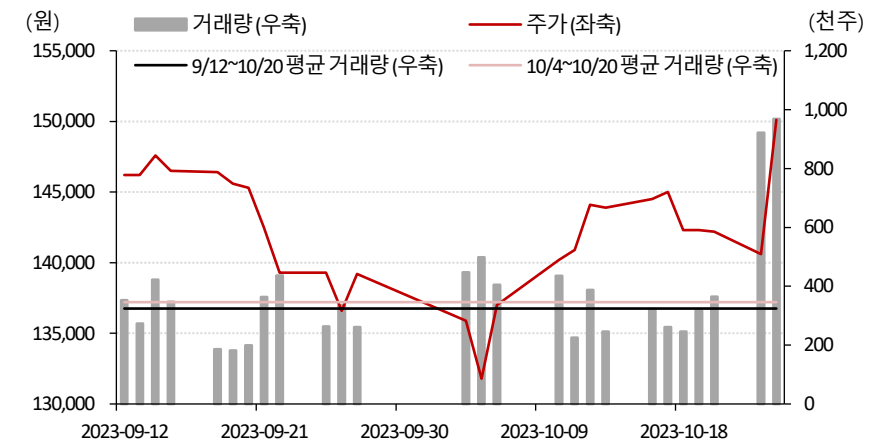
참고로 23일 함께 공시된 5,500 억원 규모의 단기차입금 증가결정 공시는 실제 차입한 금액이 아닌 한도 금액으로 향후 주식매수청구권 행사 시 대응을 위한 약 1 조원 규모의 자금 확보의 일환이다. 비록 이사회결의일이 동일해 주식 시장 내에서 자사주 매입과 차입금 증가를 연관지어 우려를 하는 시각이 일부 존재했으나, 이는 사실이 아니다(2Q23 말 셀트리온 연결 기준 보유 현금및현금성자산 약 6,300 억원).

연초 이후 셀트리온 주가 및 거래량 추이 (+자사주 매입 현황)



자료: 셀트리온, Quantwise, SK 증권

9월 12일(가장 최근 자사주 매입 완료 직후)~10월 20일까지의 주가 및 거래량 추이



자료: Quantwise, SK 증권

셀트리온-셀트리온헬스케어 합병 내용 요약

| | 셀트리온(존속) | 셀트리온헬스케어(소멸) | 합병법인 |
|-------------------|-------------|-------------------------|------|
| 주주확정기준일 | | 2023.09.01 | |
| 주주총회예정일 | | 2023.10.23 | |
| 주식매수청구권 행사기간 | | 2023.10.23 ~ 2023.11.13 | |
| 합병기일 | | 2023.12.28 | |
| 셀트리온헬스케어 거래 정지 기간 | | 2023.12.18~2024.01.11 | |
| 신주의 상장예정일 | | 2024.01.12 | |
| 합병비율 | 1:0.4492620 | | - |
| 주식매수 제시가격 | 150,813 원 | 67,251 원 | - |
| 현재가(10.24) | 150,100 원 | 67,200 원 | - |
| 괴리율 | -0.5% | -0.1% | - |

자료: Dart, 셀트리온그룹, SK 증권 정리

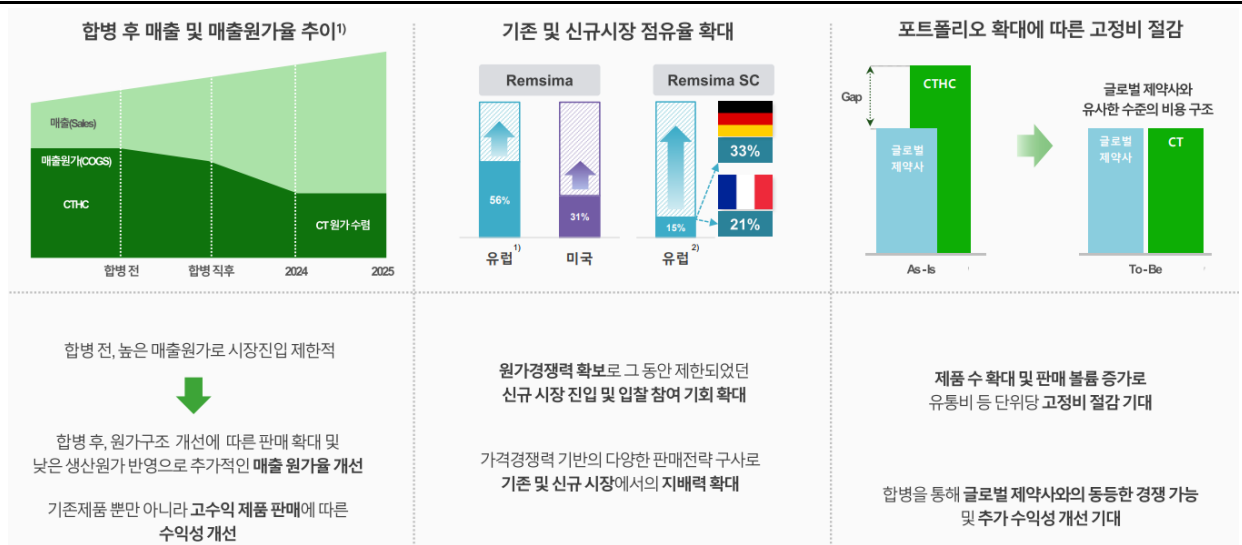
합병 직후 단기 시너지에 대한 고민은 존재하나 방향성 옳아

셀트리온, 셀트리온헬스케어의 합병 직후 양시간 단기 시너지에 대한 고민은 분명 존재한다. 특히 셀트리온헬스케어의 재고 수준을 감안 시 합병 이후 합병 법인의 유의미한 매출원가율 개선, 그리고 이에 따른 원가 경쟁력을 기반으로 한 글로벌 바이오시밀러 시장에서의 추가적인 시장 점유율 확보 및 매출 고성장이라는 '시너지'는 보수적으로 2025년 실적을 기점으로 두드러지게 나타날 전망이다.

하지만 긍정적 변수는 존재한다. 23 일 FDA 의 신약 품목허가를 획득한 짐펜트라 (렘시마 SC 미국 브랜드명)에 주목할 필요가 있다. 앞서 유럽에서 출시된 렘시마 SC 는 1H23 셀트리온헬스케어 매출액 기준 약 1,300 억원, 2023 년 연간 최대 4 천억원의 매출 달성이 기대된다. 셀트리온그룹이 제시한 보수적 가이던스 기준 2024 년 렘시마 SC 매출액은 4 천억원, 2024 년 초 출시될 미국에서의 짐펜트라 매출액은 6 천억원이다. 하지만 2023 년 렘시마 SC 매출 감안 시 2024 년에는 약 6 천억원이 기대되며 미국 짐펜트라 역시 유럽 대비 약 4 배 높을 것으로 기대되는 ASP 감안 시 6 천억원의 가치는 보수적인 추정으로 판단된다. 코로나 19 로 유럽 내 영업이 제한적이었던 2020 년 렘시마 SC 매출액(셀트리온헬스케어 기준)은 368 억원, 2021년 896 억원을 기록했던 만큼 높은 ASP 와 코로나19 이슈 해소로 영업환경 역시 긍정적인 점 감안 시 회사에서 제시된 가이던스는 무난히 달성 가능 할 것으로 기대된다.

결국 2024 년 유럽과 미국에서의 렘시마 SC/짐펜트라 매출 기대치를 감안 시 현재 셀트리온헬스케어가 보유 중인 렘시마 SC 재고는 이르면 2024 년 중순경 해소 될 전망이며, 이는 당초 합병 이후 원가 경쟁력 측면에서의 시너지가 제한적일 수 있음에 대한 시장의 우려 역시 빠르게 해소될 것으로 기대된다.

합병 이후 원가경쟁력 강화를 통한 시장 지배력 확대 가능성



자료: 셀트리온, SK 증권

셀트리온 3Q23 실적 추정

| (십억원, %) | 3Q23E | 3Q22 | YoY | 2Q23 | QoQ | Consen | vs. Consen | Previous | vs. Pre |
|-----------|-------|-------|------|-------|------|--------|------------|----------|---------|
| 매출액 | 686.2 | 626.7 | 9.5 | 524.0 | 31.0 | 625.8 | 9.6 | 634.9 | 8.1 |
| 영업이익 | 251.4 | 205.3 | 22.4 | 183.0 | 37.4 | 222.7 | 12.9 | 224.1 | 12.2 |
| 세전이익 | 249.2 | 210.2 | 18.6 | 189.7 | 31.4 | 249.3 | (0.0) | 223.9 | 11.3 |
| (지배주주)순이익 | 186.0 | 166.7 | 11.6 | 147.5 | 26.1 | 178.8 | 4.1 | 171.6 | 8.4 |
| 영업이익률 | 36.6 | 32.8 | | 34.9 | | 35.6 | | 35.3 | |
| 순이익률 | 27.1 | 26.6 | | 28.2 | | 28.6 | | 27.0 | |

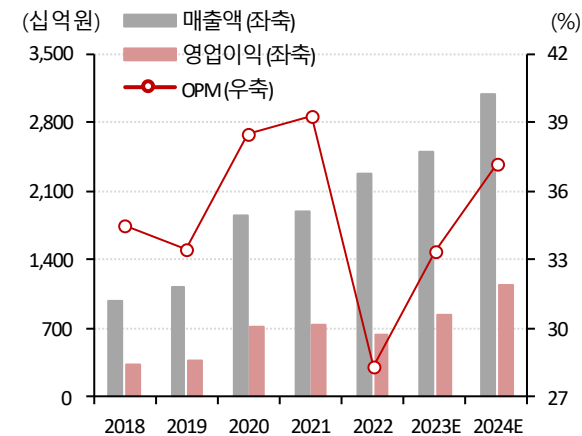
자료: 셀트리온, FnGuide, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

셀트리온 연결 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 550.6 | 596.1 | 626.7 | 510.6 | 597.6 | 524.0 | 686.2 | 703.9 | 1,893.4 | 2,284.0 | 2,511.6 | 3,099.3 |
| YoY | 20.5 | 38.1 | 56.3 | (15.4) | 8.5 | (12.1) | 9.5 | 37.8 | 2.4 | 20.6 | 10.0 | 23.4 |
| Remsima/Inflectra | 148.7 | 244.4 | 213.1 | 168.5 | 113.5 | 89.1 | 170.5 | 169.2 | 322.8 | 774.6 | 542.2 | 596.5 |
| Truxima | 66.1 | 59.6 | 18.8 | 71.5 | 113.5 | 62.9 | 65.8 | 60.1 | 367.4 | 216.0 | 302.4 | 332.6 |
| Herzuma | 33.0 | 11.9 | 75.2 | 25.5 | 17.9 | 47.2 | 48.9 | 46.3 | 133.7 | 145.7 | 160.3 | 168.3 |
| Remsima SC | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 15.3 | 161.3 | 31.4 | 81.8 | 97.4 | 0.0 | 15.3 | 372.0 | 446.4 |
| Yuflyma | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 4.0 | 0.0 | 29.3 | 45.9 | 161.1 | 2.6 | 79.1 | 395.7 |
| Vegzelma | 27.5 | 29.8 | 25.1 | 56.2 | 0.0 | 0.0 | 7.5 | 20.2 | 0.0 | 138.6 | 27.7 | 74.8 |
| Regkirona | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 148.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Teva CMO | 3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 69.2 | 40.6 | 36.2 | 3.1 | 109.8 | 113.1 |
| 기타 | 272.2 | 250.3 | 294.5 | 171.1 | 187.3 | 293.4 | 213.2 | 224.2 | 723.9 | 988.2 | 918.1 | 971.9 |
| 매출총이익 | 251.5 | 300.2 | 281.0 | 200.0 | 264.2 | 276.2 | 350.4 | 314.2 | 1,087.6 | 1,032.7 | 1,205.0 | 1,637.6 |
| YoY | (15.3) | 25.4 | 13.4 | (34.1) | 5.0 | (8.0) | 24.7 | 57.1 | 5.8 | (5.0) | 16.7 | 35.9 |
| GPM | 45.7 | 50.4 | 44.8 | 39.2 | 44.2 | 52.7 | 51.1 | 44.6 | 57.4 | 45.2 | 48.0 | 52.8 |
| 영업이익 | 142.3 | 199.0 | 205.3 | 100.6 | 182.4 | 183.0 | 251.4 | 221.4 | 744.2 | 647.2 | 838.2 | 1,153.4 |
| YoY | (31.5) | 21.9 | 25.2 | (51.9) | 28.2 | (8.0) | 22.4 | 120.0 | 3.6 | (13.0) | 29.5 | 37.6 |
| OPM | 25.8 | 33.4 | 32.8 | 19.7 | 30.5 | 34.9 | 36.6 | 31.5 | 39.3 | 28.3 | 33.4 | 37.2 |
| (지배)순이익 | 118.5 | 183.4 | 166.7 | 69.2 | 165.3 | 147.5 | 186.0 | 167.5 | 579.5 | 537.8 | 666.3 | 907.4 |
| YoY | (38.8) | 46.1 | 23.0 | (44.6) | 39.4 | (19.6) | 11.6 | 142.0 | 11.9 | (7.2) | 23.9 | 36.2 |
| NPM | 21.5 | 30.8 | 26.6 | 13.6 | 27.7 | 28.2 | 27.1 | 23.8 | 30.6 | 23.5 | 26.5 | 29.3 |

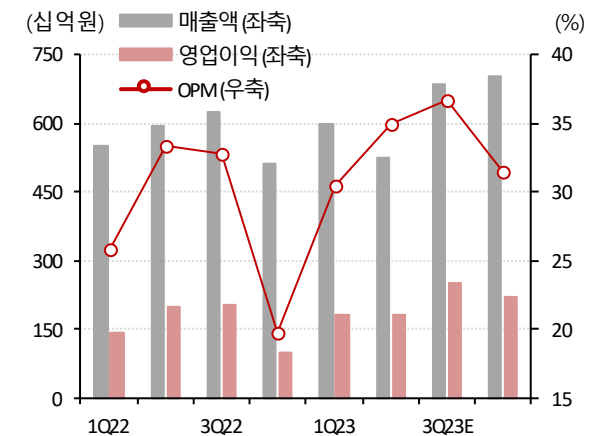
자료: 셀트리온, SK 증권 추정 / 주: 기타에는 신규 파이프라인 매출 포함

셀트리온 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



자료: 셀트리온, SK 증권 추정

셀트리온 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



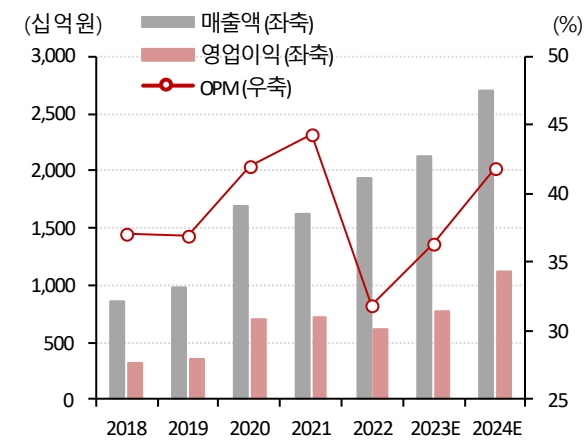
자료: 셀트리온, SK 증권 추정

셀트리온 별도 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 538.6 | 498.0 | 452.7 | 448.2 | 535.6 | 423.0 | 575.4 | 596.5 | 1,615.8 | 1,937.5 | 2,130.5 | 2,699.1 |
| YoY | 40.1 | 43.8 | 36.2 | (18.9) | (0.6) | (15.1) | 27.1 | 33.1 | (4.4) | 19.9 | 10.0 | 26.7 |
| Remsima/Inflectra | 148.7 | 244.4 | 213.1 | 168.5 | 113.5 | 89.1 | 170.5 | 169.2 | 322.8 | 774.6 | 542.2 | 596.5 |
| Truxima | 66.1 | 59.6 | 18.8 | 71.5 | 113.5 | 62.9 | 65.8 | 60.1 | 367.4 | 216.0 | 302.4 | 332.6 |
| Herzuma | 33.0 | 11.9 | 75.2 | 25.5 | 17.9 | 47.2 | 48.9 | 46.3 | 133.7 | 145.7 | 160.3 | 168.3 |
| Remsima SC | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 15.3 | 161.3 | 31.4 | 81.8 | 97.4 | 0.0 | 15.3 | 372.0 | 446.4 |
| Yuflyma | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 4.0 | 0.0 | 29.3 | 45.9 | 161.1 | 2.6 | 79.1 | 395.7 |
| Vegzelma | 27.5 | 29.8 | 25.1 | 56.2 | 0.0 | 0.0 | 7.5 | 20.2 | 0.0 | 138.6 | 27.7 | 74.8 |
| Regkirona | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 148.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Teva CMO | 3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 69.2 | 40.6 | 36.2 | 3.1 | 109.8 | 113.1 |
| 기타 | 260.3 | 152.3 | 120.6 | 108.6 | 125.3 | 192.4 | 102.5 | 116.8 | 446.3 | 641.7 | 537.0 | 571.7 |
| 매출총이익 | 226.7 | 243.6 | 237.1 | 178.0 | 239.5 | 226.4 | 294.7 | 261.9 | 929.9 | 885.4 | 1,022.4 | 1,429.4 |
| YoY | (9.4) | 29.1 | 13.2 | (36.8) | 5.6 | (7.1) | 24.3 | 47.1 | (2.7) | (4.8) | 15.5 | 39.8 |
| GPM | 42.1 | 48.9 | 52.4 | 39.7 | 44.7 | 53.5 | 51.2 | 43.9 | 57.5 | 45.7 | 48.0 | 53.0 |
| 영업이익 | 153.6 | 184.7 | 186.1 | 94.4 | 185.5 | 163.0 | 228.9 | 196.3 | 717.2 | 618.9 | 773.7 | 1,128.7 |
| YoY | (21.7) | 30.9 | 18.2 | (57.6) | 20.8 | (11.8) | 23.0 | 107.9 | 1.0 | (13.7) | 25.0 | 45.9 |
| OPM | 28.5 | 37.1 | 41.1 | 21.1 | 34.6 | 38.5 | 39.8 | 32.9 | 44.4 | 31.9 | 36.3 | 41.8 |
| 당기순이익 | 135.8 | 163.2 | 157.0 | 55.3 | 171.9 | 139.9 | 178.8 | 152.1 | 576.0 | 511.4 | 642.7 | 913.1 |
| YoY | (28.5) | 38.2 | 15.2 | (58.0) | 26.5 | (14.3) | 13.9 | 175.0 | 12.0 | (11.2) | 25.7 | 42.1 |
| NPM | 25.2 | 32.8 | 34.7 | 12.3 | 32.1 | 33.1 | 31.1 | 25.5 | 35.6 | 26.4 | 30.2 | 33.8 |

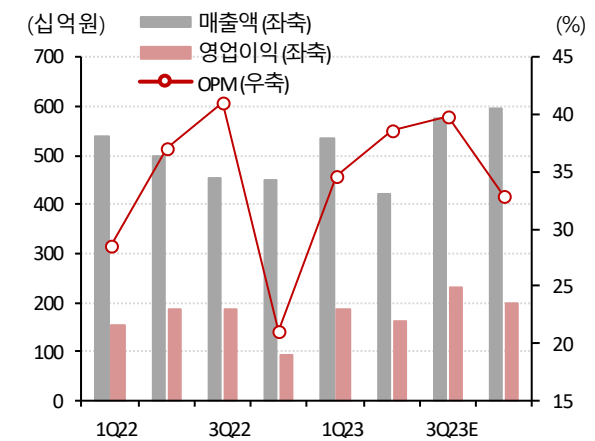
자료: 셀트리온, SK 증권 추정 / 주: 기타에는 신규 파이프라인 매출 포함

셀트리온 연간 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



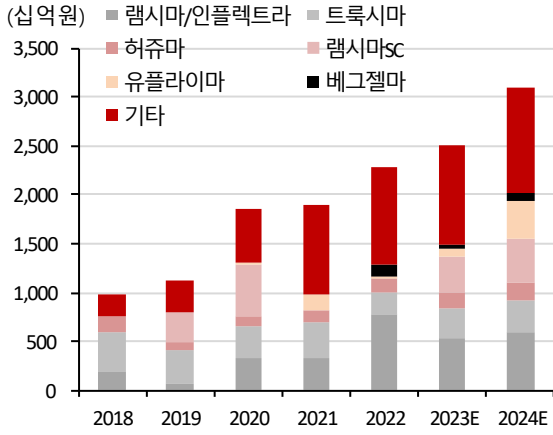
자료: 셀트리온, SK 증권 추정

셀트리온 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



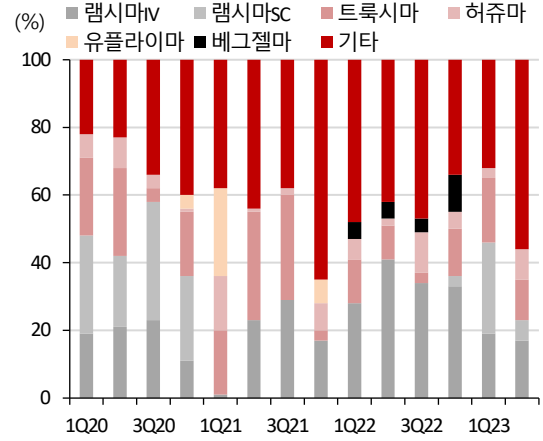
자료: 셀트리온, SK 증권 추정

셀트리온 연간 의약품별 매출 추이 (연결 기준)



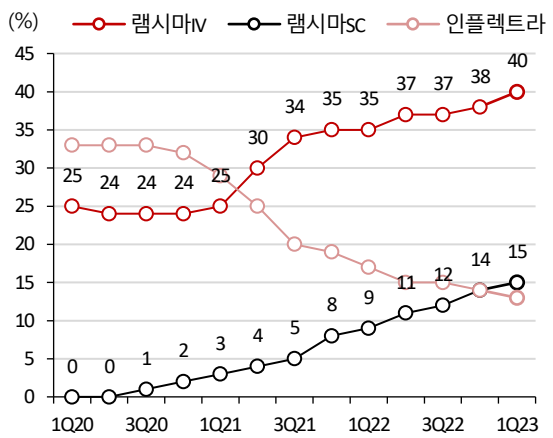
자료: 셀트리온, SK 증권 추정 / 주: 기타에는 신규 파이프라인 매출 포함

분기별 연결 매출 내 제품 믹스



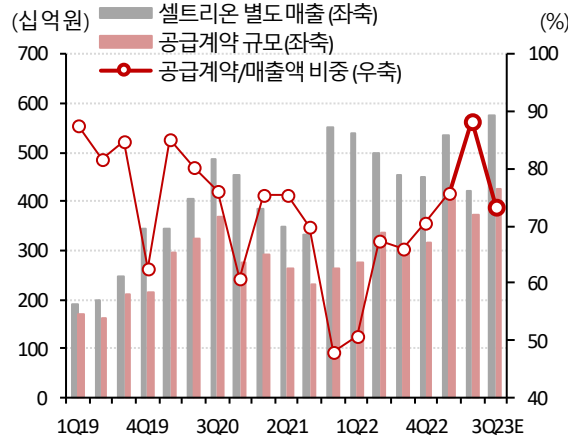
자료: 셀트리온, SK 증권 / 주: 기타에는 신규 파이프라인 매출 포함

Infliximab 제품 유럽 점유율 추이



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, SK 증권

셀트리온헬스케어항 단일판매계약 금액 추이



자료: DART, 셀트리온, SK 증권

셀트리온 바이오시밀러 공급계약 공시 내용 정리 (1)

| 일자 | 계약 내용 | 계약 금액 (십억원) |
|------|---|-------------------------------|
| 1Q18 | 2018-03-21 바이오시밀러 항체의약품(램시마, 트룩시마) | 178.3 |
| | 합계 | 178.3 |
| 2Q18 | 2018-05-11 2018-06-22 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마, 트룩시마) | 71.1 144.6 |
| | 합계 | 215.7 |
| 3Q18 | 2018-08-30 2018-09-28 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마, 허쥬마) | 33.5 151.4 |
| | 합계 | 184.9 |
| 4Q18 | 2018-12-28 바이오시밀러 항체의약품(허쥬마) | 176.0 |
| | 합계 | 176.0 |
| 1Q19 | 2019-02-27 2019-03-27 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마, 허쥬마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 SC, 트룩시마, 허쥬마) | 65.8 102.2 |
| | 합계 | 168.0 |
| 2Q19 | 2019-04-22 2019-05-14 2019-06-25 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마, 허쥬마) 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 SC, 트룩시마, 허쥬마) | 49.4 25.2 85.9 |
| | 합계 | 160.5 |
| 3Q19 | 2019-09-25 바이오시밀러 항체의약품(램시마 SC, 트룩시마) | 210.5 |
| | 합계 | 210.5 |
| 4Q19 | 2019-10-28 2019-12-23 바이오시밀러 항체의약품(램시마 SC, 허쥬마, 트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 램시마 SC, 트룩시마) | 32.7 183.8 |
| | 합계 | 216.5 |
| 1Q20 | 2020-02-27 2020-03-09 2020-03-30 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 트룩시마, 허쥬마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 허쥬마, 트룩시마, 램시마 SC) | 35.0 58.5 200.4 |
| | 합계 | 293.9 |
| 2Q20 | 2020-05-15 2020-06-05 2020-06-30 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 허쥬마, 트룩시마, 램시마 SC) | 67.5 86.0 170.8 |
| | 합계 | 324.3 |
| 3Q20 | 2020-08-20 2020-09-07 2020-09-15 2020-09-28 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 램시마 SC) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 램시마 SC) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 허쥬마, 램시마 SC) | 46.7 41.0 30.5 252.3 |
| | 합계 | 370.5 |
| 4Q20 | 2020-12-28 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 허쥬마, 트룩시마, 램시마 SC, CT-P17) | 275.5 |
| | 합계 | 275.5 |
| 1Q21 | 2021-03-17 2021-03-30 바이오시밀러 항체의약품(트룩시마) 바이오시밀러 항체의약품(유플라이마, 램시마 IV, 허쥬마, 트룩시마), 코로나 19 항체치료제(렉키로나) | 21.0 268.6 |
| | 합계 | 289.6 |
| 2Q21 | 2021-06-29 바이오시밀러 항체의약품(램시마, 트룩시마) 코로나 19 항체치료제(렉키로나) | 261.1 |
| | 합계 | 261.1 |
| 3Q21 | 2021-08-03 2021-08-27 2021-09-30 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV) 바이오시밀러 항체의약품(램시마 IV, 트룩시마) | 57.6 39.6 135.0 |
| | 합계 | 232.2 |

자료: 셀트리온, DART, SK증권

셀트리온 바이오시밀러 공급계약 공시 내용 정리 (2)

| 일자 | | 계약 내용 | 계약 금액(십억원) |
|------|------------|---|--------------|
| 4Q21 | 2021-11-02 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 허쥬마, 트룩시마) | 73.5 |
| | 2021-11-26 | 코로나 19 항체치료제(렉키로나) | 48.5 |
| | 2021-12-31 | 바이오시밀러 항체의약품(유플라이마, 램시마 IV, 허쥬마, 트룩시마), 코로나 19 항체치료제(렉키로나) | 142.2 |
| | 합계 | | 264.3 |
| 1Q22 | 2022-03-30 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, CT-P16) | 273.5 |
| | 합계 | | 273.5 |
| 2Q22 | 2022-05-24 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 허쥬마, CT-P16) | 160.1 |
| | 2022-06-27 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 허쥬마, 트룩시마, CT-P16) | 175.6 |
| | 합계 | | 335.7 |
| 3Q22 | 2022-09-28 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마) | 299.3 |
| | 합계 | | 299.3 |
| 4Q22 | 2022-12-29 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 램시마 SC, 트룩시마, 허쥬마, 베그젤마, 유플라이마) | 316.2 |
| | 합계 | | 316.2 |
| 1Q23 | 2023-03-29 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, 램시마 SC) | 406.4 |
| | 합계 | | 406.4 |
| 2Q23 | 2023-06-30 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, 램시마 SC 등) | 373.7 |
| | 합계 | | 373.7 |
| 3Q23 | 2023-03-29 | 바이오시밀러 항체의약품(렘시마 IV, 트룩시마, 허쥬마, 램시마 SC, 유플라이마, 베그젤마 등) | 423.6 |
| | 합계 | | 423.6 |

자료: 셀트리온, DART, SK 증권 정리

셀트리온그룹 바이오시밀러 파이프라인 현황

| 의약품명 | 성분명 | 오리지널명 | 오리지널사 | 적응증 | 출시/개발 현황 | | 시장 규모 (백만달러) |
|------------------------|--------------|-----------|----------------|---------------------|---------------------------|--------------------|-----------------|
| | | | | | US | EU | |
| Remsima / Inflectra | Infliximab | Remicade | J&J | 자가면역질환 | 출시 (2016.12) | 출시 (2013.09) | 4,532 |
| Truxima | Rituximab | Rituxan | Roche | 항암제 | 출시 (2019.11) | 출시 (2017.04) | 3,251 |
| Herzuma | Trastuzumab | Herceptin | Roche | 항암제 | 출시 (2020.03) | 출시 (2018.05) | 3,445 |
| Remsima SC / Zymfentra | Infliximab | - | - | 자가면역질환 | 허가 (2023.10) | 출시 (2020.02) | 4,532 |
| Vegzelma | Bevacizumab | Avastin | Roche | 항암제 | 출시 (2023.04) | 출시 (2022.10) | 3,636 |
| Yuflyma | Adalimumab | Humira | Abbvie | 자가면역질환 | 출시 (2023.07) | 출시 (2021.08) | 22,495 |
| CT-P43 | Ustekinumab | Stelara | J&J | 자가면역질환 | 허가 신청 (2023.06) | 허가 신청 (2023.05) | 10,266 |
| CT-P39 | Omaliuzumab | Xolair | Roche/Novartis | 알레르기성 천식 | 허가 준비 | 허가 신청 (2023.04) | 3,687 |
| CT-P41 | Denosumab | Prolia | Amgen | 골다공증 | 글로벌 임상 3상 완료 (2023.10) | | 4,997 |
| CT-P42 | Afilibercept | Eylea | Regeneron | 황반변성 | 허가 신청 (2023.06) | 허가 준비 | 6,265 |
| CT-P47 | Tocilizumab | Actemra | Roche | 류마티스, 거대세포 동맥염 등 | 글로벌 임상 3상 진행 중 | | 2,815 |
| CT-P53 | Ocrelizumab | Ocrevus | Roche | 다발성경화증 | 글로벌 임상 3상 진행 중 | | 6,349 |

자료: 셀트리온, 산업 자료, SK 증권 / 주: 시장 규모는 2022년 기준

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 3,074 | 2,930 | 3,386 | 4,309 | 5,267 |
| 현금및현금성자산 | 1,188 | 551 | 593 | 1,053 | 1,509 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,122 | 1,635 | 1,961 | 2,353 | 2,822 |
| 재고자산 | 578 | 616 | 678 | 712 | 733 |
| 비유동자산 | 2,600 | 2,962 | 3,118 | 3,128 | 3,129 |
| 장기금융자산 | 24 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 유형자산 | 950 | 1,007 | 1,085 | 1,000 | 917 |
| 무형자산 | 1,492 | 1,622 | 1,692 | 1,764 | 1,840 |
| 자산총계 | 5,674 | 5,892 | 6,505 | 7,437 | 8,396 |
| 유동부채 | 1,210 | 1,294 | 1,397 | 1,502 | 1,576 |
| 단기금융부채 | 570 | 665 | 732 | 768 | 806 |
| 매입채무 및 기타채무 | 150 | 191 | 210 | 259 | 276 |
| 단기충당부채 | 4 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 비유동부채 | 413 | 323 | 302 | 288 | 274 |
| 장기금융부채 | 175 | 154 | 144 | 137 | 130 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 14 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,624 | 1,617 | 1,699 | 1,789 | 1,851 |
| 지배주주지분 | 3,917 | 4,139 | 4,660 | 5,486 | 6,366 |
| 자본금 | 138 | 141 | 146 | 158 | 170 |
| 자본잉여금 | 856 | 871 | 871 | 871 | 871 |
| 기타자본구성요소 | -154 | -406 | -509 | -509 | -509 |
| 자기주식 | -226 | -502 | -604 | -604 | -604 |
| 이익잉여금 | 3,052 | 3,485 | 4,094 | 4,900 | 5,756 |
| 비지배주주지분 | 133 | 135 | 146 | 162 | 179 |
| 자본총계 | 4,050 | 4,274 | 4,806 | 5,648 | 6,545 |
| 부채외자본총계 | 5,674 | 5,892 | 6,505 | 7,437 | 8,396 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 911 | 1 | 629 | 873 | 871 |
| 당기순이익(손실) | 596 | 543 | 678 | 923 | 992 |
| 비현금상항목등 | 452 | 423 | 507 | 592 | 625 |
| 유형자산상각비 | 62 | 65 | 142 | 150 | 158 |
| 무형자산상각비 | 152 | 162 | 169 | 176 | 184 |
| 기타 | 238 | 197 | 197 | 266 | 283 |
| 운전자본감소(증가) | -0 | -748 | -365 | -382 | -466 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 109 | -683 | -326 | -393 | -468 |
| 재고자산의감소(증가) | -268 | -215 | -62 | -34 | -21 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 44 | 54 | 19 | 49 | 17 |
| 기타 | 114 | 96 | 4 | -5 | 7 |
| 법인세납부 | -136 | -217 | -191 | -260 | -280 |
| 투자활동현금흐름 | -349 | -284 | -462 | -339 | -329 |
| 금융자산의감소(증가) | -33 | -9 | -6 | -16 | -6 |
| 유형자산의감소(증가) | -63 | -111 | -220 | -65 | -75 |
| 무형자산의감소(증가) | -230 | -201 | -238 | -248 | -259 |
| 기타 | -23 | 37 | 2 | -9 | 10 |
| 재무활동현금흐름 | -151 | -183 | -112 | -71 | -86 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -132 | -54 | 67 | 37 | 38 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -3 | -3 | -10 | -7 | -7 |
| 자본의증가(감소) | 29 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -0 | -102 | -52 | -90 | -107 |
| 기타 | -45 | -38 | -117 | -10 | -10 |
| 현금의 증가(감소) | 504 | -637 | 42 | 460 | 456 |
| 기초현금 | 684 | 1,188 | 551 | 593 | 1,053 |
| 기말현금 | 1,188 | 551 | 593 | 1,053 | 1,509 |
| FCF | 848 | -110 | 409 | 808 | 796 |

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

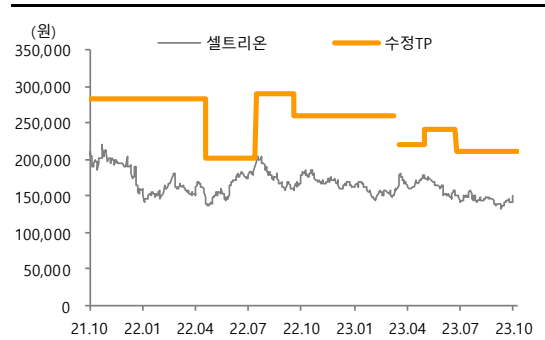
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,893 | 2,284 | 2,512 | 3,099 | 3,304 |
| 매출원가 | 806 | 1,251 | 1,307 | 1,462 | 1,549 |
| 매출총이익 | 1,088 | 1,033 | 1,205 | 1,638 | 1,755 |
| 매출총이익률(%) | 57.4 | 45.2 | 48.0 | 52.8 | 53.1 |
| 판매비와 관리비 | 343 | 385 | 367 | 484 | 511 |
| 영업이익 | 744 | 647 | 838 | 1,153 | 1,243 |
| 영업이익률(%) | 39.3 | 28.3 | 33.4 | 37.2 | 37.6 |
| 비영업손익 | -6 | -21 | 30 | 30 | 28 |
| 순금융손익 | -4 | 7 | -6 | -5 | -4 |
| 외환관련손익 | 33 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -4 | 7 | -11 | -11 | -14 |
| 세전계속사업이익 | 739 | 626 | 868 | 1,183 | 1,272 |
| 세전계속사업이익률(%) | 39.0 | 27.4 | 34.6 | 38.2 | 38.5 |
| 계속사업법인세 | 153 | 95 | 191 | 260 | 280 |
| 계속사업이익 | 586 | 531 | 678 | 923 | 992 |
| 중단사업이익 | 10 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 596 | 543 | 678 | 923 | 992 |
| 순이익률(%) | 31.5 | 23.8 | 27.0 | 29.8 | 30.0 |
| 지배주주 | 579 | 538 | 666 | 907 | 975 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 30.6 | 23.5 | 26.5 | 29.3 | 29.5 |
| 비지배주주 | 16 | 5 | 11 | 16 | 17 |
| 총포괄이익 | 615 | 566 | 686 | 932 | 1,004 |
| 지배주주 | 599 | 562 | 680 | 924 | 996 |
| 비지배주주 | 16 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| EBITDA | 958 | 874 | 1,149 | 1,480 | 1,585 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 2.4 | 20.6 | 10.0 | 23.4 | 6.6 |
| 영업이익 | 3.6 | -13.0 | 29.5 | 37.6 | 7.8 |
| 세전계속사업이익 | 12.4 | -15.2 | 38.6 | 36.3 | 7.5 |
| EBITDA | 7.4 | -8.8 | 31.5 | 28.8 | 7.1 |
| EPS | 9.8 | -7.6 | -16.0 | 23.5 | 2.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 11.1 | 9.4 | 10.9 | 13.2 | 12.5 |
| ROE | 16.0 | 13.4 | 15.1 | 17.9 | 16.4 |
| EBITDA마진 | 50.6 | 38.2 | 45.7 | 47.7 | 48.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 254.0 | 226.4 | 242.4 | 287.0 | 334.1 |
| 부채비율 | 40.1 | 37.8 | 35.3 | 31.7 | 28.3 |
| 순차입금/자기자본 | -12.8 | 4.8 | 4.5 | -4.1 | -10.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 116.4 | 116.4 | 127.0 | 155.7 | 161.3 |
| 배당성향 | 17.7 | 9.6 | 13.6 | 11.8 | 12.8 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,896 | 3,599 | 3,025 | 3,736 | 3,823 |
| BPS | 28,340 | 31,719 | 23,895 | 25,075 | 27,333 |
| CFPS | 5,429 | 5,223 | 4,435 | 5,080 | 5,163 |
| 주당 현금배당금 | 708 | 361 | 400 | 450 | 500 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 49.0 | 44.6 | 49.6 | 40.2 | 39.3 |
| PBR | 6.7 | 5.1 | 6.3 | 6.0 | 5.5 |
| PCR | 35.1 | 30.7 | 33.8 | 29.5 | 29.1 |
| EV/EBITDA | 28.1 | 26.3 | 19.4 | 14.8 | 13.6 |
| 배당수익률 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2023.07.19 | 매수 | 210,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.25 | 매수 | 240,000원 | 6개월 | -33.15% | -26.92% |
| 2023.04.10 | 매수 | 220,000원 | 6개월 | -22.86% | -18.27% |
| 2023.01.13 | 담당자 변경 | | | | |
| 2022.10.13 | 매수 | 260,085원 | 6개월 | -34.12% | -28.89% |
| 2022.08.08 | 매수 | 288,983원 | 6개월 | -38.65% | -29.17% |
| 2022.05.13 | 매수 | 202,288원 | 6개월 | -19.10% | -6.19% |
| 2021.10.22 | 매수 | 283,632원 | 6개월 | -38.35% | -22.33% |



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료 작성일 기준으로 6개월 이내에 셀트리온의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 25일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.39% | 중립 | 5.61% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|