

셀트리온 (068270)

이희영

hee.young.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

200,000

현재주가

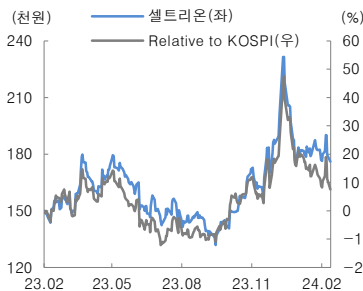
(24.03.04)

176,100

제약업종

KOSPI	2674.27
시가총액	38,399십억원
시가총액비중	2.00%
자본금(보통주)	218십억원
52주 최고/최저	231,500원 / 131,800원
120일 평균거래대금	1,187억원
외국인지분율	23.15%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 86 인 28.15% 국민연금공단 5.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.3	8.3	21.0	16.9
상대수익률	-6.4	1.9	17.0	6.3



24년 실적은 상저하고, 하반기 짐펜트라 출시도 주목하자

- 합병 전 마지막 4분기 바이오시밀러 공급량 조절로 실적 부진
- '24년 짐펜트라 포함 미국 신제품 매출 하반기에 본격화
- 합병 효과로 분기가 지날수록 원가율 하락과 수익성 개선 전망

투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

셀트리온에 대해 투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 실적 정상화가 예상되는 25년 추정 EBITDA에 Target 12m Fwd EV/EBITDA 27배 적용하여 41.7조원 추정. 비영업 가치인 셀트리온제약 지분가치 1.9조원을 더하여 총 기업가치 44.4조원 산정. 24년 미국 신제품 3종(짐펜트라, 베그젤마, 유플라이마) 실적에 따라 기업가치 추가 상승 가능.

예상되었던 합병 전 마지막 4분기 실적 부진

셀트리온 4Q23 연결 매출 3,826억원(-25.1% yoy), 영업이익 184억원(-81.7% yoy), OPM 4.8% 달성. 실적 부진 이유는 합병에 따른 셀트리온헬스케어 항 바이오시밀러 공급량 조절로 인한 매출 감소. 4분기 매출 감소로 고정비 부담이 증가하면서 부진한 수익 시현. 다만 이는 합병으로 인해 기존과 같은 수준의 공급량이 불필요했기 때문으로 파악되며, 이미 예상했던 실적 부진이었음. 올해부터 인식되는 합병 법인 실적이 중요함.

'24년 실적은 상저하고, 미국 출시 신제품 3종 실적 주목

'24년 합병 셀트리온 연결 매출 3.3조원, 영업이익 6,264억원, OPM 17.8% 전망. 제품별로 램시마V 9,987억원, 램시마SC+짐펜트라 6,657억원, 유플라이마 3,005억원 추정. 램시마SC 출시 국가 확대, 짐펜트라 PBM 점유율 확보, 바이오시밀러 유럽 입찰 진입 등에 따라 제품별 실적 상승 가능성 유효.

합병 셀트리온 실적은 기존의 셀트리온제약, TEVA항 및 CMO 매출에 셀트리온헬스케어의 바이오시밀러 판매 매출을 더하여 산정. 각 바이오시밀러 매출은 해당 성분 및 국가 시장규모에 점유율을 곱하여 추정.

24년 실적은 1) 1H24 합병에 따른 PPA 상각비 1,000억원 반영, 2) 2Q24 짐펜트라 PBM 등재 및 하반기 본격 매출 인식으로 상저하고 예상. 1) 합병 효과로 분기가 지날수록 매출원가율 하락 2) 고수익 미국 출시 신제품 매출 비중 증가로 인해 하반기로 갈수록 수익성도 개선될 것.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	511	672	674	383	-25	-43	294	788
영업이익	200	268	236	18	-82	-93	14	14
순이익	71	221	177	1	-99	-100	34.8	1

표 1. 셀트리온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	41,693	
24년 EBITDA	1,533	할인율 8.2%
EV/EBITDA 멀티플	27	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 20%
비영업가치 (B)	1,926	셀트리온제약 지분 (최근 6개월 평균 시가총액*지분율 54.8%)
순차입금 (C)	(768)	
총 기업가치 (A+B+C)	44,386	
보통주 총 주식수 (천주)	218,049	
적정주가 (원)	203,562	
목표주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	176,100	
상승여력	14%	

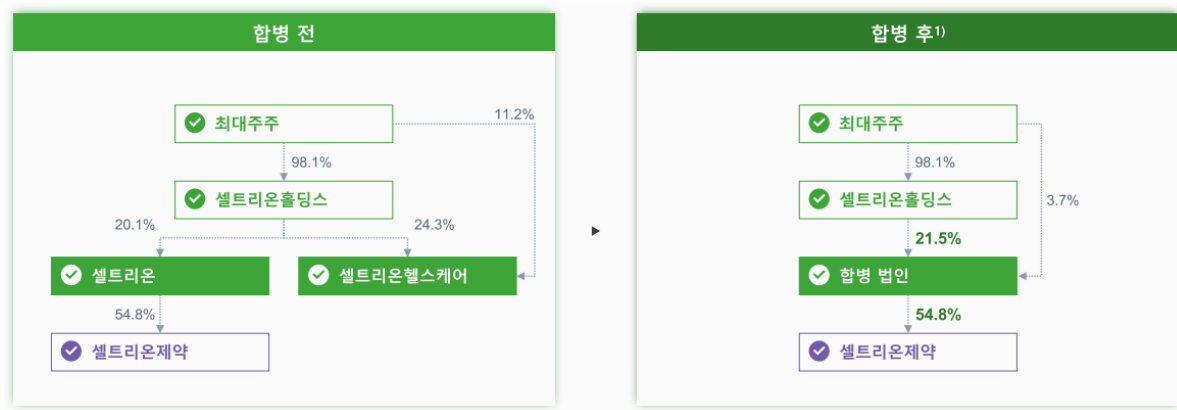
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 합병 셀트리온 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E		2024E	2025E
					셀트리온	헬스케어		
합병 셀트리온 매출액	787.8	796.4	952.1	989.5	2176.4	2101.0	3525.9	4094.1
셀트리온 제약	77.0	104.1	75.0	76.1	303.1		332.2	397.1
TEVA	27.5	28.1	29.2	29.8	106.4		114.5	120.2
램시마 IV	239.7	244.7	254.7	259.7		967.9	998.7	1001.0
램시마 SC	95.7	97.7	221.8	250.4		311.5	665.7	854.4
트룩시마	78.6	80.2	83.5	85.1		322.8	327.4	362.8
허쥬마	50.6	51.7	53.8	54.8		178.0	210.9	257.9
유폴라이마	68.5	72.3	78.0	81.8		126.5	300.5	481.9
베그젤마	32.5	34.6	37.7	39.8		49.6	144.7	223.0
기타	92.9	57.8	92.1	85.1	235.9	84.0	327.7	335.7
케미컬	24.8	25.4	26.4	26.9		98.6	103.5	106.6
스텔라라 bs								101.7
줄레어 bs								36.9
아일리아 bs								106.9
매출원가	521.2	482.4	498.3	471.8	1124.6	1526.9	1973.7	1781.5
매출원가율(%)	66.2%	60.6%	52.3%	47.7%	51.7%	72.7%	56.0%	43.5%
매출총이익	266.6	314.0	453.8	517.7	1051.9	574.1	1552.1	2312.6
GPM(%)	33.8%	39.4%	47.7%	52.3%	48.3%	27.3%	44.0%	56.5%
영업이익	14.3	53.5	255.6	303.0	651.5	164.8	626.4	1405.9
OPM(%)	1.8%	6.7%	26.8%	30.6%	29.9%	7.8%	17.8%	34.3%
EBITDA	80.8	120.0	272.1	319.5			979.7	1659.3
PPA 상각비	54	54	4	4			116	16
EBITDA 마진률(%)	10.3%	15.1%	28.6%	32.3%			27.8%	40.5%

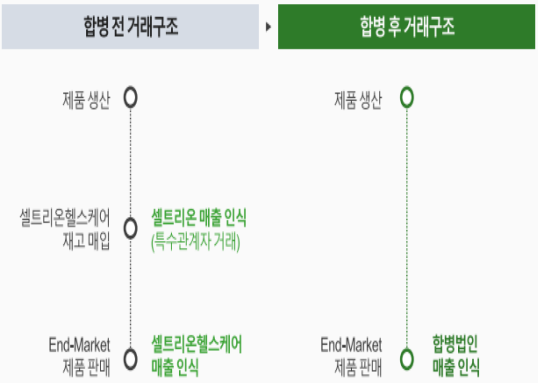
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 합병 후 셀트리온 그룹 지배구조



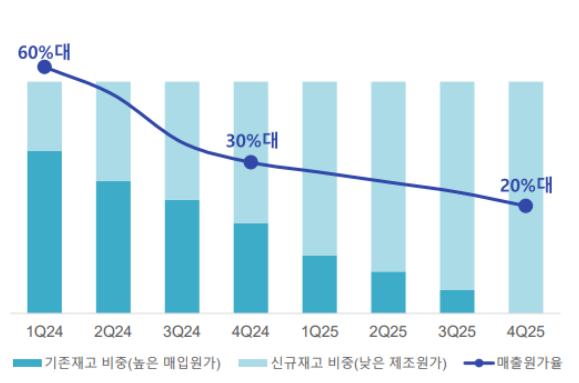
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고



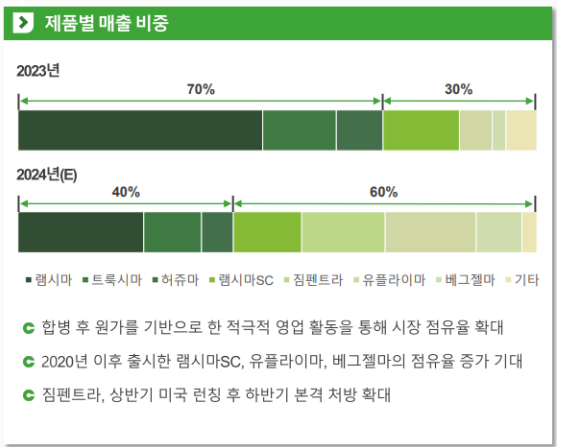
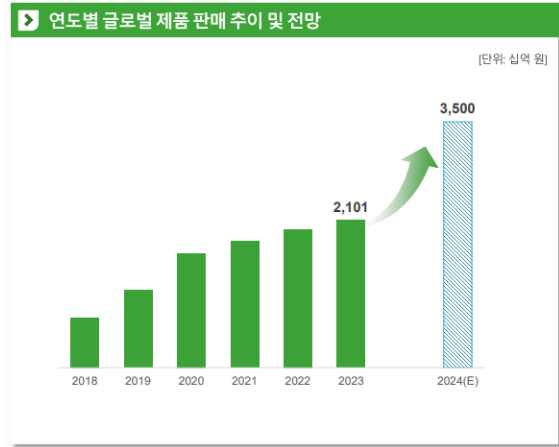
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 3. 합병 후 매출 원가를 개선 전망



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 4. 제품 포트폴리오 확대로 고마진 제품 비중 증가 기대



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

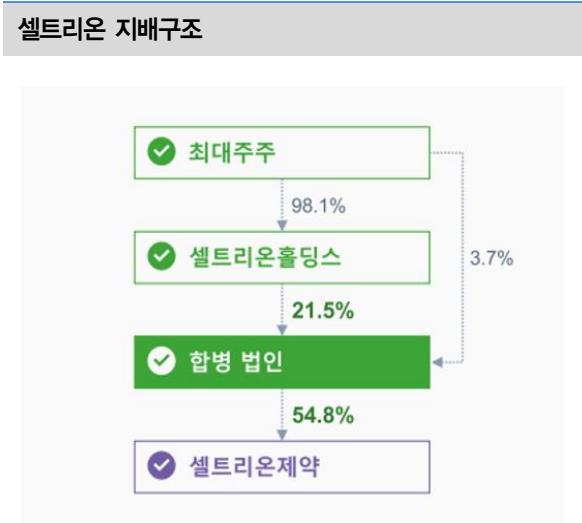
기업 및 경영진 현황

- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 향후 3공장 증설 예정.
- 바이오시밀러 제품 7개, 파이프라인 6개 보유
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

주가 변동요인

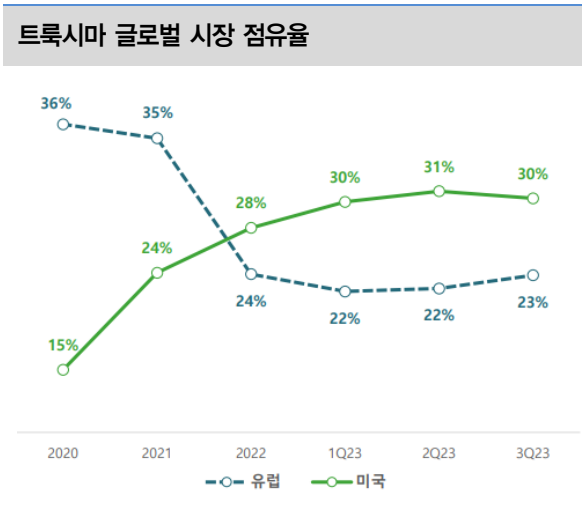
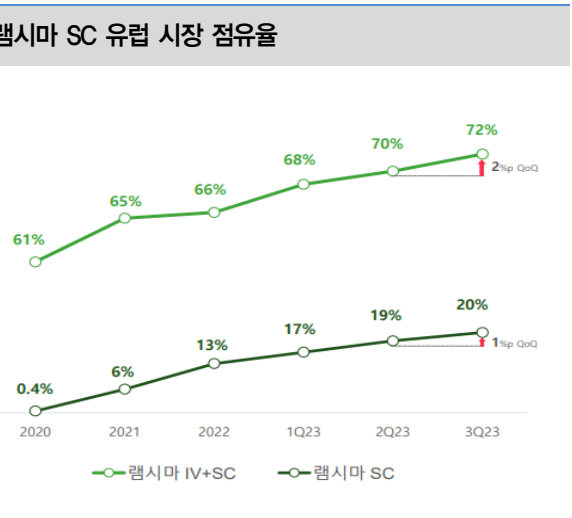
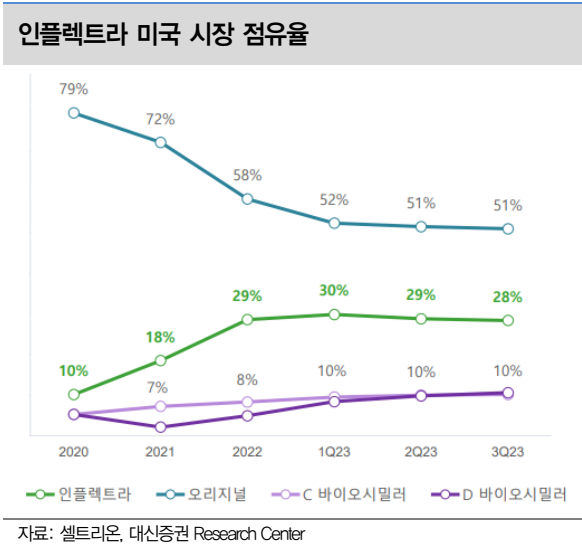
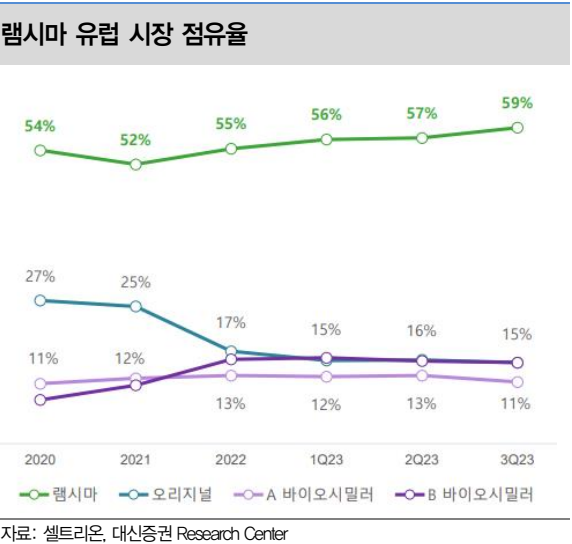
- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	982	1,128	1,849	1,893	2,284
매출원가	431	495	821	806	1,251
매출총이익	551	633	1,028	1,088	1,033
판매비와관리비	56.1	56.1	55.6	57.4	45.2
영업이익	228	252	309	343	385
영업이익률	23.2	22.3	16.7	18.1	16.9
EBITDA	323	382	719	744	647
영업외손익	32.9	33.8	38.9	39.3	28.3
관계기업손익	448	535	892	958	874
금융수익	45.6	47.4	48.3	50.6	38.2
외환관련이익	3	3	-28	29	11
금융비용	-4	1	-2	-4	7
외환관련손실	7	2	-26	33	5
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-24	-2	-36	-31	-40
법인세비용	-1	0	3	-4	7
계속사업순손익	-120.7	-7.9	-640.6	-238.4	-296.8
중단사업순손익	302	382	657	739	626
당기순이익	64	81	131	153	95
당기순이익률	23.7	30.1	52.6	58.6	53.1
비지배자분순이익	-37.6	26.7	72.0	12.4	-15.2
지배자분순이익	0	0	0	10	11
매도가능금융자산평가	23.7	30.1	52.6	59.6	54.3
기타포괄이익	24.2	26.7	28.4	31.5	23.8
포괄순이익	24.6	30.1	51.8	57.9	53.8
비지배자분포괄이익	-8	0	8	16	5
지배자분포괄이익	2	-7	3	19	24

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EPS	1,695	2,070	3,552	3,966	3,677
PER	116.4	81.2	95.6	48.1	43.6
BPS	17,152	18,979	22,690	26,813	28,301
PBR	11.5	8.9	15.0	7.1	5.7
EBITDAPS	3,575	4,175	6,616	6,952	6,206
EV/EBITDA	62.5	43.4	54.6	28.1	26.3
SPS	6,774	7,759	12,684	12,960	15,615
PSR	29.1	21.7	26.8	14.7	10.3
CFPS	3,121	3,856	6,328	7,170	6,605
DPS	0	0	0	708	361

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
성장성					
매출액 증가율	3.5	14.9	63.9	2.4	20.6
영업이익 증가율	-35.3	18.1	88.3	3.6	-13.0
순이익 증가율	-37.1	26.9	74.4	13.3	-8.9
수익성					
ROIC	9.8	10.7	17.0	15.4	13.1
ROA	9.5	10.4	16.2	13.9	11.2
ROE	10.3	11.5	17.1	16.0	13.4
안정성					
부채비율	35.0	34.3	46.5	40.1	37.8
순차입금비율	19.9	17.4	23.3	18.4	19.2
이자보상배율	21.9	35.2	95.8	90.4	86.2

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	1,839	2,075	2,504	2,600	2,962
현금및현금성자산	881	924	946	950	1,007
매출채권 및 기타채권	885	1,008	1,404	1,492	1,622
재고자산	47	65	79	89	118
기타유동자산	25	77	74	68	215
비유동자산	1,664	1,785	2,516	3,074	2,930
유형자산	163	307	384	578	616
관계기업투자금	121	82	14	74	62
기타비유동자산	932	827	1,316	1,122	1,635
자산총계	38	24	118	112	65
유동부채	411	546	684	1,188	551
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
차입금	3,503	3,860	5,020	5,674	5,892
유동성채무	230	330	536	413	323
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	103	140	200	170	152
차입금	0	4	3	4	3
전환증권	127	186	333	239	169
기타비유동부채	678	657	1,057	1,210	1,294
부채총계	258	298	437	512	554
자배지분	157	224	300	309	371
자본금	155	52	134	57	84
자본잉여금	107	83	185	331	286
이익잉여금	0	0	0	0	0
기타지분변동	908	987	1,593	1,624	1,617
비자배지분	2,487	2,760	3,308	3,917	4,139
자본총계	125	128	135	138	141
순차입금	206	-768	-1,187	-2,013	-2,080

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	365	474	351	911	1
당기순이익	237	301	526	596	543
비현금항목의 가감	215	259	397	452	423
감가상각비	41	48	58	62	65
외환손익	84	105	116	152	162
지분법평가손익	0	3	14	-16	-18
기타	0	2	0	-24	1
자산부채의 증감	4	-1	2	4	-7
기타현금흐름	86	102	207	273	221
투자활동 현금흐름	-11	-21	-507	0	-748
투자자산	2	-8	-537	109	-683
유형자산	0	-172	-130	-268	-215
기타	0	22	-8	44	54
재무활동 현금흐름	-13	137	167	114	96
단기차입금	-76	-66	-64	-136	-217
사채	-176	-251	-472	-356	-297
장기차입금	18	47	55	-33	-9
유상증자	0	3	1	0	0
현금배당	-79	-94	-87	-63	-111
기타	-108	-191	-453	-230	-201
현금의 증감	-6	-15	12	-29	24
기초 현금	10	11	6	7	13
기말 현금	-198	-86	266	-69	-350
NOPLAT	0	0	0	0	0
FCF	0	0	0	0	0

[Compliance Notice]

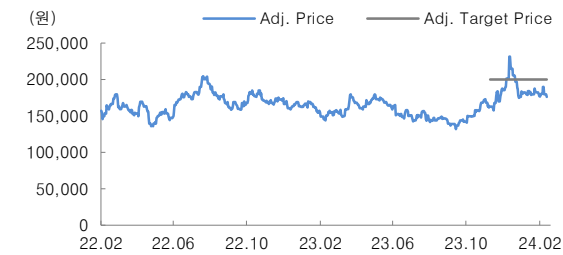
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.03.05	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000
과리율(평균%)		(7.43)	
과리율(최대/최소%)		15.75	(100.00)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			00.06.29
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240302)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상