

셀트리온 (068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

현재주가

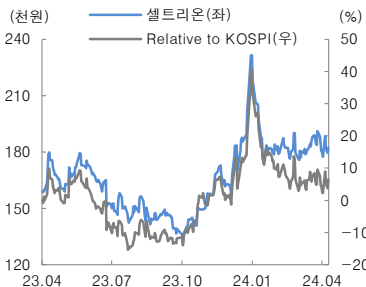
(24.04.12)

182,200

제약업종

KOSPI	2681.82
시가총액	39,729십억원
시가총액비중	1.84%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	231,500원 / 131,800원
120일 평균거래대금	1,369억원
외국인지분율	23.44%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 85 인 28.15% 국민연금공단 5.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	-7.5	26.4	1.9
상대수익률	0.3	-12.9	16.9	-3.1



2분기부터 짐펜트라 매출 확인 가능할 예정

- 상반기 실적은 합병에 따른 PPA 상각비 증가로 수익성 악화
- 4/8일 짐펜트라 미국 3대 PBM 중 한 곳 등록 완료
- 2분기 짐펜트라 매출 및 추가 PBM 등재 소식 주목

투자 의견 매수, 목표주가 240,000원 상향

셀트리온에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 240,000원 상향. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 원가를 정상화 및 미국 출시 신제품 매출 비중이 높아진 26년 EBITDA를 할인하여 48.9조원으로 추정. 비영업가치인 셀트리온제약 지분가치 2.1조원을 더하여 총 기업가치 51.5조원 산정.

올해부터 미국 출시 바이오시밀러(짐펜트라, 유플라이마) 점유율 확대 및 매출 상승 본격화. 내년부터는 스텔라라bs, 졸레어bs, 아일리아bs 등 추가 신제품 출시도 예정. 신제품 출시 및 제품 매출 확대에 의한 기업가치 상승 기대

상반기 실적은 합병에 따른 PPA 상각비 증가로 수익성 악화

1Q24 연결 매출 7,454억원(+24.7% yoy), 영업이익 75억원(-95.9% yoy), OPM 1.0%로 컨센서스 부합 전망. 상반기에는 합병 후 발생한 판권 관련 PPA가 분기별 700억씩 반영되어 영업이익 악화. 하반기부터는 PPA 상각비 규모가 분기별 70억 원으로 감소하고 매출 원가율도 상반기 대비 낮아지면서 큰 폭으로 수익성 개선 예상.

24년 셀트리온 실적은 상저하고 전망. 하반기에 매출 확인이 가능할 것으로 예상했던 짐펜트라가 4/8일 대형 PBM에 조기 등재되면서 미국 시장 점유율 확대가 가속화될 예정. 작년에 미국에 출시한 유플라이마도 미국 3대 PBM 중 한곳에 등재 완료. 3분기에 나머지 대형 PBM 등재 소식도 주목 필요. 추가로 연내 졸레어bs(상반기), 스텔라라bs(하반기) 유럽 승인 예정

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	당사추정	1Q24(F)			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	598	383	725	745	24.7	94.8	730	793	51.3	6.3
영업이익	182	18	255	8	-95.9	-59.1	9	60	-67.4	691.5
순이익	165	1	210	25	-84.7	2,293.5	3	123	-16.8	386.7

자료: 셀트리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,504	4,320	4,969
영업이익	647	651	636	1,431	1,832
세전순이익	626	671	660	1,449	1,847
총당기순이익	543	540	531	1,165	1,485
지배지분순이익	538	536	526	1,156	1,474
EPS	3,677	3,639	2,414	5,302	6,758
PER	43.6	55.4	75.5	34.4	27.0
BPS	28,301	115,369	79,836	84,688	90,991
PBR	5.7	1.7	2.3	2.2	2.0
ROE	13.4	5.1	3.1	6.4	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

표 1. 셀트리온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	48,915	
26년 EBITDA	1,881	할인율 8.2% 적용 값
EV/EBITDA 멀티플	26	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 22%
비영업가치 (B)	2,141	셀트리온제약 지분 (최근 6개월 평균 시가총액*지분율 54.8%)
순차입금 (C)	(474)	
총 기업가치 (A+B-C)	51,530	
보통주 총 주식수 (천주)	211,453	
적정주가 (원)	243,697	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	182,200	
상승여력	32%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024F	2025F
셀트리온 매출	597.6	524.0	672.3	382.6	745.4	792.6	970.1	996.1	2176.4	3504.2	4320.1
yoy(%)	8.5%	-12.1%	4.1%	-25.1%	24.7%	51.3%	44.3%	160.4%	-5.5%	61.0%	23.3%
셀트리온 제약	90.0	110.2	93.4	88.0	74.5	104.1	75.0	76.1	381.6	329.7	397.1
TEVA	0.0	0.0	60.5	45.9	0.0	0.0	61.8	50.5	106.4	112.3	117.9
램시마IV	113.5	87.5	168.1	145.4	239.7	244.7	254.7	259.7	514.5	998.7	1038.8
램시마SC	167.3	29.3	87.4	7.7	95.7	124.9	210.2	239.3	291.7	670.1	897.8
트록시마	113.5	60.8	13.4	0.0	78.6	80.2	83.5	85.1	187.8	327.4	362.8
허쥬마	17.9	44.5	20.2	0.0	50.6	51.7	53.8	54.8	82.6	210.9	292.9
유폴라이마	1.5	0.0	127.7	3.8	68.5	72.3	78.0	81.8	133.1	300.5	617.8
베그젤마	0.0	0.0	40.3	38.3	32.5	34.6	37.7	39.8	78.6	144.7	223.0
기타	95.6	26.2	60.5	53.6	80.5	54.9	89.1	82.0	235.9	306.4	313.7
케미컬	-	-	-	-	24.8	25.4	26.4	26.9	-	103.5	106.6
매출원가	333.4	247.8	301.9	241.4	502.4	480.1	507.5	484.8	1124.6	1974.7	1873.5
매출원가율(%)	55.8%	47.3%	44.9%	63.1%	67.4%	60.6%	52.3%	48.7%	51.7%	56.4%	43.4%
매출총이익	264.2	276.2	370.4	141.2	243.1	312.5	462.6	511.3	1051.9	1529.5	2446.7
GPM(%)	44.2%	52.7%	55.1%	36.9%	32.6%	39.4%	47.7%	51.3%	48.3%	43.6%	56.6%
영업이익	182.4	183.0	267.6	18.4	7.5	59.6	256.9	312.1	651.5	636.1	1540.0
OPM(%)	30.5%	34.9%	39.8%	4.8%	1.0%	7.5%	26.5%	31.3%	29.9%	18.2%	35.6%
yoy(%)	28.2%	-8.0%	25.2%	-81.7%	-95.9%	-67.4%	-4.0%	1594.1%	-0.6%	-2.4%	142.1%

자료: 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

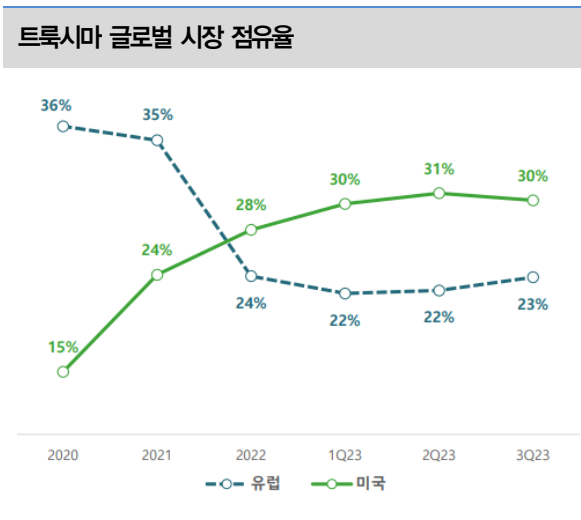
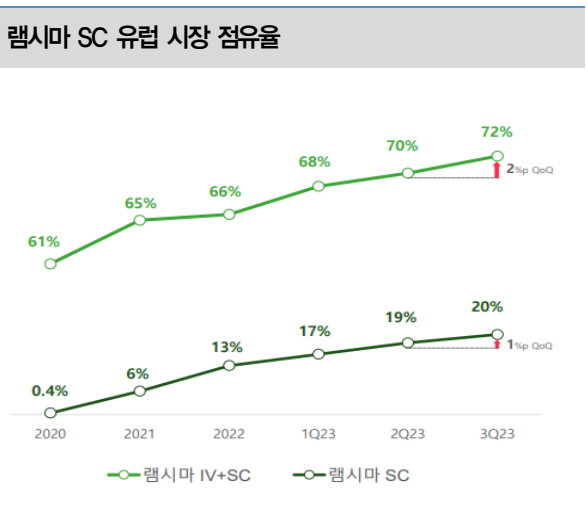
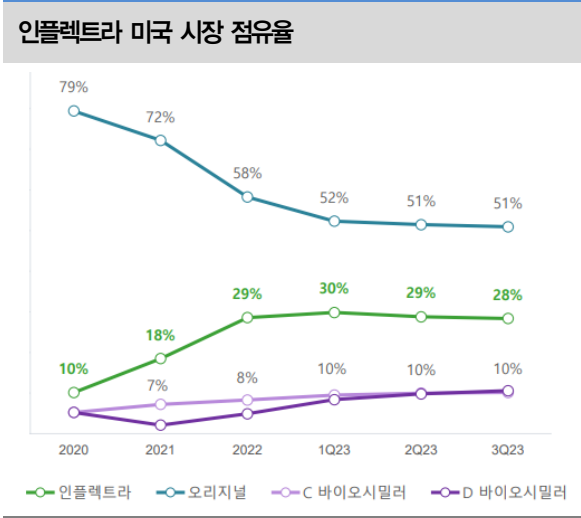
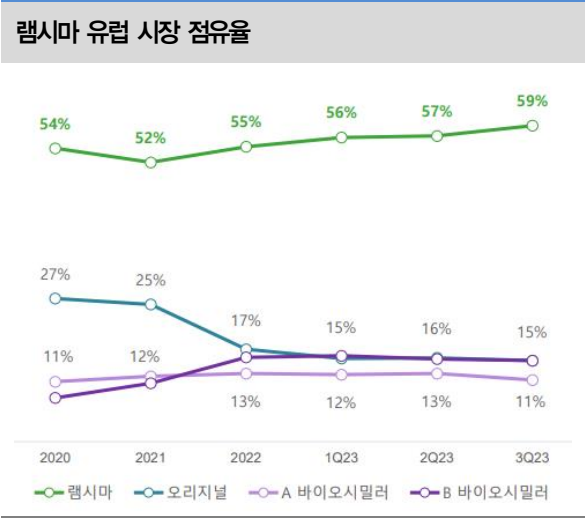
- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,504	4,320	4,969
매출원가	1,251	1,125	1,930	1,776	1,874
매출총이익	1,033	1,052	1,574	2,545	3,094
판매비와관리비	385	400	938	1,113	1,263
영업이익	647	651	636	1,431	1,832
영업외수익	283	29.9	182	33.1	36.9
EBITDA	874	897	859	1,645	2,036
영업외손익	-21	20	24	17	15
관계기업손익	7	-11	-11	-11	-11
금융수익	25	31	41	34	34
외환평가이익	38	29	26	26	26
금융비용	-14	-20	-25	-25	-27
외환평가손실	6	10	7	7	7
기타	-40	19	19	19	19
법인세비용차감전순이익	626	671	660	1,449	1,847
법인세비용	-95	-131	-129	-284	-362
계속사업순이익	531	540	531	1,165	1,485
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	531	1,165	1,485
당기순이익	238	248	15.1	27.0	29.9
비자비자분순이익	5	4	4	9	12
자비자분순이익	538	536	526	1,156	1,474
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	566	544	535	1,169	1,490
비자비자분포괄이익	5	4	4	9	12
자비자분포괄이익	562	540	530	1,160	1,478

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,677	3,639	2,414	5,302	6,758
PER	436	55.4	75.5	34.4	27.0
BPS	28,301	115,369	79,836	84,688	90,991
PBR	5.7	1.7	2.3	2.2	2.0
EBITDAPS	5,973	6,096	3,940	7,546	9,336
EV/EBITDA	26.3	34.3	45.9	23.7	18.6
SPS	15,615	14,787	16,070	19,813	22,786
PSR	10.3	13.6	11.3	9.2	8.0
CFPS	6,605	6,201	3,973	7,579	9,369
DPS	361	500	500	500	500

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	206	-4.7	61.0	23.3	15.0
영업이익 증/감	-130	0.7	-2.4	125.0	28.0
순이익 증/감	-8.9	-0.5	-1.7	119.6	27.5
수익성					
ROIC	13.1	4.5	2.9	6.5	8.1
ROA	11.2	5.0	3.1	6.7	8.0
ROE	13.4	5.1	3.1	6.4	7.7
안정성					
부채비율	37.8	16.3	17.7	18.5	19.2
순차입금비율	4.8	6.6	-2.7	-5.2	-10.0
이자보상비율	86.2	67.4	35.7	80.6	93.0

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	7,027	8,722	10,795
현금및현금성자산	551	565	2,359	3,065	4,351
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,533	1,887	2,169
재고자산	616	3,041	2,696	3,323	3,822
기타유동자산	127	455	440	447	453
비유동자산	2,962	14,908	13,634	13,348	13,053
유형자산	1,007	1,215	1,268	1,299	1,309
관계기업투자금	89	105	113	121	129
기타비유동자산	1,866	13,589	12,253	11,929	11,616
자산총계	5,892	19,918	20,661	22,070	23,848
유동부채	1,294	2,471	2,709	2,963	3,243
매입채무 및 기타채무	371	477	509	531	550
차입금	554	1,608	1,736	1,875	2,025
유동상채무	84	176	211	253	304
기타유동부채	286	211	253	303	364
비유동부채	323	321	394	484	596
차입금	152	99	129	168	218
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	172	222	265	316	378
부채총계	1,617	2,792	3,103	3,446	3,838
자비자분	4,139	16,981	17,409	18,466	19,840
자본금	141	220	225	229	234
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,386	5,437	6,805
기타자비자분	-358	-1,993	-1,992	-1,990	-1,988
비자비자분	135	145	149	158	170
자본총계	4,274	17,126	17,558	18,624	20,010
순차입금	206	1,131	-474	-964	-2,003

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	565	436	945
당기순이익	543	540	531	1,165	1,485
비현금항목의 가감	423	373	336	487	557
감가상각비	226	246	223	214	204
외환손익	-18	-2	-12	-12	-12
자본평가손익	-7	11	11	11	11
기타	222	118	113	274	354
자산부채의 증감	-748	-221	-186	-941	-742
기타현금흐름	-217	-154	-115	-276	-356
투자활동 현금흐름	-297	-139	1,450	469	489
투자자산	-30	-22	-8	-8	-8
유형자산	-111	-210	-120	-100	-80
기타	-156	93	1,578	578	578
재무활동 현금흐름	-350	-385	143	167	198
단기차입금	0	0	129	139	150
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	30	39	50
유상증자	16	13,998	4	4	5
현금배당	-102	-52	-104	-106	-106
기타	-263	-14,332	83	90	99
현금의 증감	-637	13	1,794	706	1,286
기초 현금	1,188	551	565	2,359	3,065
기말 현금	551	565	2,359	3,065	4,351
NOPLAT	549	524	512	1,151	1,473
FCF	464	419	1,799	1,449	1,781

[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	24.04.15	24.03.05	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	200,000	200,000
과다율(평균%)		(7.83)	(7.51)
과다율(최대/최소%)		15.75	15.75

제시일자	24.04.15	24.03.05	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	200,000	200,000
과다율(평균%)		(7.83)	(7.51)
과다율(최대/최소%)		15.75	15.75

제시일자	24.04.15	24.03.05	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	200,000	200,000
과다율(평균%)		(7.83)	(7.51)
과다율(최대/최소%)		15.75	15.75

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240412)

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