



Not Rated

현재주가(1.02) 231,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,669.81
52주 최고/최저(원)	231,500/131,800
시가총액(십억원)	33,892.2
시가총액비중(%)	1.58
발행주식수(천주)	217,980.7
60일 평균 거래량(천주)	676.3
60일 평균 거래대금(십억원)	117.9
외국인지분율(%)	20.63
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 74 인	22.94
국민연금공단	7.43

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,448.1	2,843.4
영업이익(십억원)	844.8	1,006.6
순이익(십억원)	702.1	815.6
EPS(원)	4,744	3,706
BPS(원)	34,424	26,175

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,893.4	2,284.0	2,406.6	2,674.4
영업이익	744.2	647.2	827.6	960.8
세전이익	738.6	626.2	846.9	934.0
순이익	579.5	537.8	671.8	750.2
EPS	3,966	3,677	4,570	3,406
증감율	11.66	(7.29)	24.29	(25.47)
PER	48.09	43.65	44.09	67.97
PBR	6.73	5.06	8.39	8.55
EV/EBITDA	28.10	26.26	18.77	16.08
ROE	16.04	13.35	15.35	15.15
BPS	28,340	31,719	24,027	27,080
DPS	708	361	361	361



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 1월 3일 | 기업분석_Update

셀트리온 (068270)

셀트리온 주가 급등 관련 코멘트

Takeda Primary Care 매각 결정 공시, 매각 공시 발표 후 주가 급등

1/2일자로 셀트리온은 20년 11월 30일 Takeda Pharmaceuticals로부터 인수한 아시아태평양지역(한국, 태국, 대만, 홍콩, 마카오, 필리핀, 말레이시아, 호주, 싱가포르) Primary Care의 주요 제품 중 한국 주요 전문의약품과 일반의약품<도표1>을 제외한 APAC 전 지역의 전문의약품 사업 관련 일체의 자산, 계약, 권리, 인력 등을 싱가포르 헬스케어 사모펀드 CBC 그룹(특수목적회사 HP Bidco2)에 매각한다고 공시했다. 매각 금액은 2,099억원으로, 인수 당시 가격(전체 인수 금액은 3,074억원, 이번에 매각한 사업부 금액은 1,380억원) 대비 약 700억원의 시세 차이가 발생했다고 밝혔다.

주가 급등의 이유 - 셀트리온 제약 합병 기대감, 끝나지 않은 수급 이슈

최근 셀트리온의 주가 급등은 Takeda Primary Care의 매각만으로는 설명하기 어렵다(시세 차이 700억원 수준, 1월 2일 주가 상승은 합병 시가총액 기준 약 6.6조원). 주가 급등의 이유는 1) 셀트리온 그룹의 현금 확보와 이에 따른 셀트리온제약 합병이나 M&A 진행 기대감 상승, 2) 합병에 따른 KOSPI200에서의 셀트리온 비중 상승에 따른 수급 유입을 생각할 수 있다. 셀트리온은 23년 8월 진행한 합병 관련 간담회에서 셀트리온-셀트리온헬스케어 2사 합병이 완료되고 6개월 이내에 셀트리온제약과의 합병을 진행하겠다고 밝힌 바 있어, 해당 기대감이 반영되었을 수 있다. 셀트리온제약과의 합병은 소규모 합병 형태로 진행할 확률이 높다고 추정된다. 소규모 합병은 주식매수청구권이 발생하지 않으므로, 합병에 별도의 비용이 필요하지 않으나, 소규모 합병을 위해서는 합병으로 발행하는 신주의 총 수가 합병 후 존속회사 발행주식 총 수의 10%를 초과해서는 안된다. 해당 요건이 충족되어야 합병이 진행될 수 있을 것으로 보인다. 1/2일자로 고바이오랩은 +30.0%, 에이비프로바이오는 +12.5%의 주가 수익률을 기록했다. 에이비프로바이오와 고바이오랩은 셀트리온과 신약 개발을 위한 협력을 진행하는 상장 바이오 업체다<도표2>. 금번 매각을 통해 확보한 현금으로 M&A를 진행할 수 있다는 기대감이 반영된 것으로 해석된다. 1/2일자 종가 기준 셀트리온이 KOSPI200에서 차지하는 비중은 2.92%로 합병이 반영되기 전인 12/14 종가 기준의 1.77% 대비 1.15%p 상승했다. 이러한 비중 상승이 수급의 유입을 이끌고 이에 따라 주가의 급등이 발생했을 수 있다.

합병 실적이 나오기 전까지 커버리지 제외, 추후 다시 목표가 제시할 예정

셀트리온의 커버리지를 일시적으로 제외하고 목표가를 제시하지 않는다. 1Q24 실적이 발표된 이후 밸류에이션을 진행하고 목표주가를 제시할 예정이다. 주가의 변동성이 확대된 상황이나, 향후 짐펜트라와 유플라야마와 후속 시밀러(스텔라라, 졸레어, 악템라 등)의 출시 등 펀더멘탈 이슈에 따라 중장기적 주가 흐름이 확인될 것으로 전망한다.

도표 1. Takeda Primary Care 품목

구분	적용종	제품명	성분명	비고
전문의약품	당뇨	엑토스(한국 권리 매각 제외)	Pioglitazone	1. 엑토스 2. 엑토스메트 3. 엑토스릴
		네시나(한국 권리 매각 제외)	Alogliptin	1. 네시나 2. 네시나메트 3. 네시나엑트/오세니
		자파텍	Trelagliptin	
		베이슨	Voglibose	
	고혈압	블로프레스	Candesartan	1. 블로프레스 2. 블로프레스 플러스 3. 유니시아
		이달비(한국 권리 매각 제외)	Azilsartan	1. 이달비 2. 이달비클로
		마디핀/마디플로트	Manidipine	
	기타	로제렘	Ramelteon	
		유브레티드	Distigmine	
		구트론	Midodrine	
콘딜린		Podofilox		
일반의약품		도리박스	Doripenem	
		칼시츄/카비드	Calcium + Vitamin D3	
		알보칠	Policresulen	1. 구내염 적용종 (한국에만 등록)
		알보칠	Policresulen	1. 부인과 세정제
		화이트벤	Acetylamino phen et al	1. 화이트벤 캡셀 2. 화이트벤 나잘 스프레이
		마제스토	Al & Mg	
		네브라민	Vitamins	

자료: Dart, 하나증권

도표 2. 셀트리온 신약 개발 협력 내역

신약 개발 협업 현황

협업 현황				
개발 분야	협업 기업	개발 현황		
		타깃/기술	단계	협업 방식
ADC	IKSUDA THERAPEUTICS	B세포 림프종, 유방암 등	임상 1상	지분투자 (최대주주)
	FINOTENO	고혈압	연구개발	지분투자 /License-in
이종 항체	abpro	유방암	연구개발	지분투자 /License-in
항체 신약	GENUV	2종 항체 신약	연구개발	공동개발
마이크로바이옴	KOSBIOLABS	과민성대장증후군·아토피	연구개발	공동개발
	LISCORE	피킨슨병	연구개발	공동개발
항체치료제(연구)	Rani	경구형 우스테키누말리우맙	연구개발	공동개발
항암바이오템	GENMEDICINE	항암바이오템 플랫폼	연구개발	공동개발
바이오 마커	bosgenbio	최대고려를 개발을 통한 유전체 바이오 마커 발굴 및 검증	연구개발	공동개발

2Q23 Key Updates

신약 포트폴리오 확대를 위한 협업 지속

- 바스젠바이오와 바이오마커 개발을 통한 바이오 빅데이터 분석 역량 강화
 - 바이오의약품 개발 뿐만 아니라 빅데이터 분석 R&D 영역 확장
 - 유전체 바이오마커 개발을 추진해 질환 표적 발굴 등 임상 디자인에 적극적 활용 가능
 - * 바이오마커 단백질, DNA, RNA/단백질 신약 개발을 위한 연구에 참여하는 지프
- 美 라니테라퓨틱스와 '아달리우맙' 경구형 '제제' 개발 개시
 - 라니테라퓨틱스 독자적 경구형 플랫폼 기술 활용 고농도 경구형 아달리우맙 개발
 - 제형 차별화를 통한 경쟁력 보유 및 소 제품군 경구형 바이오시밀러 개발 검토 중

자료: 셀트리온, 하나증권

도표 3. 상법상 합병절차 간소화의 정도에 따른 분류

분류	내용
일반합병	·합병계약서에 대한 승인은 반드시 주주총회의 특별결의 ·반대주주의 주식매수청구권을 인정
소규모합병 (상법 제527조의3)	·합병신주의 비율이 합병회사 발행주식총수의 10%를 초과하지 아니하고 합병교부금이 합병회사 최종 대차대조표상 순자산의 5%를 초과하지 아니하는 경우에 인정 ·합병회사는 합병에 대한 주주총회결의를 이사회결의로 대체하고 반대주주의 주식매수청구권을 인정하지 않음 ·합병회사의 발행주식총수의 20% 이상이 소규모합병공고(통지)일로부터 2주간 내에 서면으로 합병반대의사를 통지할 경우에는 소규모 합병이 인정되지 않음.
간이합병 (상법 제527조의2)	·소멸회사 총주주의 동기가 있거나 존속회사가 소멸회사 주식의 90% 이상을 소유한 경우에 인정 ·소멸회사는 주주총회의 승인을 거치지 않고 이사회 승인만으로 합병 가능 ·소멸회사 총주주의 동기가 있는 경우 반대주주가 존재하지 않음으로 주식매수청구권이 발생할 가능성은 없으나 존속회사가 소멸회사 주식의 90% 이상을 소유한 경우에는 반대주주가 존재할 수 있으므로 주식매수청구권 인정

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893.4	2,284.0	2,406.6	2,674.4	2,820.0
매출원가	805.8	1,251.3	1,199.6	1,291.1	1,386.5
매출총이익	1,087.6	1,032.7	1,207.0	1,383.3	1,433.5
판매비	343.4	385.5	379.4	422.5	449.3
영업이익	744.2	647.2	827.6	960.8	984.2
금융손익	29.5	11.4	19.9	19.1	55.5
종속/관계기업손익	(3.6)	7.1	(5.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	(31.5)	(39.5)	4.5	(45.9)	(63.6)
세전이익	738.6	626.2	846.9	934.0	976.1
법인세	152.8	94.8	161.8	166.6	171.2
계속사업이익	585.8	531.3	685.2	767.4	804.9
중단사업이익	10.0	11.2	0.0	0.0	0.0
당기순이익	595.8	542.6	685.2	767.4	804.9
비지배주주지분 손이익	16.3	4.7	13.4	17.1	18.0
지배주주순이익	579.5	537.8	671.8	750.2	786.9
지배주주지분포괄이익	598.5	561.6	682.6	750.1	786.8
NOPAT	591.6	549.2	669.5	789.4	811.6
EBITDA	958.3	873.6	1,057.9	1,198.4	1,178.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.40	20.63	5.37	11.13	5.44
NOPAT증가율	2.92	(7.17)	21.90	17.91	2.81
EBITDA증가율	7.38	(8.84)	21.10	13.28	(1.69)
영업이익증가율	3.56	(13.03)	27.87	16.09	2.44
(지배주주)순이익증가율	11.92	(7.20)	24.92	11.67	4.89
EPS증가율	11.66	(7.29)	24.29	(25.47)	4.87
수익성(%)					
매출총이익률	57.44	45.21	50.15	51.72	50.83
EBITDA이익률	50.61	38.25	43.96	44.81	41.78
영업이익률	39.30	28.34	34.39	35.93	34.90
계속사업이익률	30.94	23.26	28.47	28.69	28.54

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,966	3,677	4,570	3,406	3,572
BPS	28,340	31,719	24,027	27,080	30,300
CFPS	7,170	6,605	6,970	5,174	5,060
EBITDAPS	6,560	5,973	7,198	5,440	5,349
SPS	12,960	15,615	16,374	12,140	12,801
DPS	708	361	361	361	361
주기지표(배)					
PER	48.09	43.65	44.09	67.97	64.81
PBR	6.73	5.06	8.39	8.55	7.64
PCFR	26.60	24.30	28.91	44.74	45.75
EV/EBITDA	28.10	26.26	18.77	16.08	15.74
PSR	14.72	10.28	12.31	19.07	18.08
재무비율(%)					
ROE	16.04	13.35	15.35	15.15	13.95
ROA	10.84	9.30	10.62	10.51	9.95
ROIC	21.70	18.83	23.92	31.27	33.69
부채비율	40.09	37.84	41.91	38.13	34.31
순부채비율	(12.79)	4.82	(7.30)	(17.45)	(27.34)
이자보상배율(배)	90.62	86.21	101.13	130.85	114.53

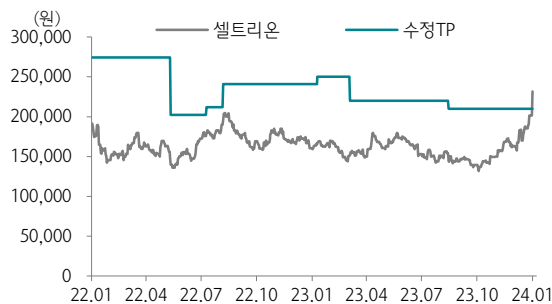
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074.5	2,929.8	3,775.1	4,773.9	5,670.4
금융자산	1,262.4	613.5	1,188.5	1,792.5	2,529.7
현금성자산	1,188.3	551.2	1,132.0	1,729.9	2,463.9
매출채권	1,101.1	1,621.9	1,960.8	2,169.9	2,285.8
재고자산	578.1	616.4	490.2	661.6	696.9
기타유동자산	132.9	78.0	135.6	149.9	158.0
비유동자산	2,599.7	2,961.9	2,979.7	2,753.6	2,626.0
투자자산	89.3	117.9	137.2	148.8	155.2
금융자산	24.4	29.4	28.5	28.5	28.5
유형자산	950.4	1,007.0	1,029.2	968.8	962.7
무형자산	1,491.6	1,622.3	1,547.0	1,369.7	1,241.8
기타비유동자산	68.4	214.7	266.3	266.3	266.3
자산총계	5,674.1	5,891.7	6,754.7	7,527.5	8,296.4
유동부채	1,210.5	1,294.1	1,667.4	1,734.0	1,766.6
금융부채	569.6	665.0	668.0	668.1	668.1
매입채무	80.7	50.3	61.2	67.7	71.3
기타유동부채	560.2	578.8	938.2	998.2	1,027.2
비유동부채	413.3	323.4	327.4	343.8	352.9
금융부채	174.8	154.5	173.1	173.1	173.1
기타비유동부채	238.5	168.9	154.3	170.7	179.8
부채총계	1,623.7	1,617.4	1,994.8	2,077.8	2,119.5
지배주주지분	3,917.3	4,139.4	4,615.1	5,287.6	5,997.0
자본금	137.9	140.8	146.4	146.4	146.4
자본잉여금	856.3	871.1	879.6	879.6	879.6
자본조정	(154.5)	(406.4)	(570.4)	(570.4)	(570.4)
기타포괄이익누계액	25.0	48.7	59.7	59.7	59.7
이익잉여금	3,052.5	3,485.1	4,099.7	4,772.3	5,481.6
비지배주주지분	133.1	134.8	144.9	162.1	180.0
자본총계	4,050.4	4,274.2	4,760.0	5,449.7	6,177.0
순금융부채	(518.0)	206.0	(347.4)	(951.2)	(1,688.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911.2	0.9	990.1	863.7	938.1
당기순이익	595.8	542.6	685.2	767.4	804.9
조정	315.8	206.4	169.0	205.7	138.6
감가상각비	214.2	226.4	230.3	237.6	194.0
외환거래손익	(15.5)	(17.8)	(17.9)	0.0	0.0
지분법손익	5.0	(15.7)	5.8	0.0	0.0
기타	112.1	13.5	(49.2)	(31.9)	(55.4)
영업활동 자산부채변동	(0.4)	(748.1)	135.9	(109.4)	(5.4)
투자활동 현금흐름	(355.8)	(297.1)	(187.8)	22.9	(5.7)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(21.6)	(14.2)	(11.6)	(6.4)
자본증가(감소)	(63.4)	(111.2)	(88.4)	0.0	(60.0)
기타	(286.1)	(164.3)	(85.2)	34.5	60.7
재무활동 현금흐름	(69.3)	(350.2)	(191.5)	(86.1)	(86.2)
금융부채증가(감소)	(54.4)	75.1	21.6	0.1	0.1
자본증가(감소)	28.9	14.9	8.6	0.0	0.0
기타재무활동	(43.8)	(337.7)	(170.0)	(8.6)	(8.7)
배당지급	(0.0)	(102.5)	(51.7)	(77.6)	(77.6)
현금의 증감	504.0	(637.1)	595.7	597.9	733.9
Unlevered CFO	1,047.5	966.0	1,024.5	1,139.7	1,114.7
Free Cash Flow	847.8	(110.3)	901.7	863.7	878.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.3	Not Rated	-		
23.8.16	BUY	210,000	-25.54%	10.24%
23.3.6	BUY	220,000	-27.30%	-18.27%
23.1.11	BUY	250,000	-35.85%	-32.08%
22.8.8	BUY	240,819	-27.88%	-15.00%
22.7.11	BUY	211,921	-15.04%	-10.45%
22.5.13	BUY	202,288	-23.36%	-10.71%
21.11.22	BUY	274,177	-38.06%	-25.52%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 1월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 1월 2일